

## **LA CRISIS FINANCIERA DE LOS ESTADOS UNIDOS Y LA RESPUESTA REGULATORIA INTERNACIONAL**

**Luis Pineda Salido**  
**Presidente de AUSBANC**

**Resumen:** Las crisis económicas no son, ni mucho menos, un fenómeno nuevo en la Historia; sin embargo, la desatada en Estados Unidos en el año 2008 ha marcado la realidad mundial en los últimos años. El presente trabajo analiza sus antecedentes, su estallido y la respuesta legislativa que ha generado.

**Abstract:** Economic crises aren't a new phenomenon in History; however, the US unleashed in 2008 marked the world in the recent years. This paper discusses his background, his outburst and the legislative response generated in the government of the United States.

**Palabras clave:** Crisis económica; legislación económica; Estados Unidos; Greenspan; subprime.

**Key words:** Financial crisis; economics legislation; United States; Alan Greenspan; subprime.

### **REFERENCIAS HISTÓRICAS A LAS CRISIS FINANCIERAS**

Las crisis financieras fueron un mal endémico de la economía americana durante su primer siglo de historia. Entre la Independencia de los Estados Unidos y la I Guerra Mundial, se produjeron frecuentes episodios de pánico bancario y quiebra de entidades financieras cuya inmediata consecuencia fue una importante caída de actividad durante varios años posteriores a las crisis.

La velocidad de expansión de la economía americana del siglo XIX, que creaba grandes oportunidades para la especulación, junto con la ausencia de instituciones adecuadas, que regularan el mercado financiero y actuaran como prestamista de última instancia, favorecían

la aparición periódica de este tipo de crisis. La historia económica norteamericana recoge pánicos bancarios en 1819, 1837, 1857, 1873, 1893 y en 1907<sup>1</sup>.

Se puede afirmar que las recesiones del siglo XIX registradas en Estados Unidos tienen su origen, en un altísimo porcentaje, en la explosión de burbujas especulativas de la cual fue emblemática la crisis financiera de 1907<sup>2</sup>.

El Pánico de 1907 fue una crisis financiera que se produjo en el Estados Unidos cuando la Bolsa de Nueva York cayó casi 50% desde su máximo del año anterior. Muchos bancos y empresas entraron en quiebra, siendo una de las causas principales la retracción de la liquidez del mercado y la pérdida de confianza de los depositantes.

Los Estados Unidos no contaban con un banco central y el pánico de 1907 pudo ser superado gracias a la intervención del banquero J. P. Morgan, que empeñó grandes sumas de su propio dinero y convenció a otros banqueros de Nueva York para que hicieran lo mismo, con el fin de apuntalar el sistema financiero.

Ello motivó el nacimiento del Sistema de Reserva Federal (FED), constituido como el banco central del sistema de los Estados Unidos, creado en 1913 con la promulgación de la Ley de la Reserva

---

<sup>1</sup> Sobre la Historia Económica de Estados Unidos ver Gary M. Walton y Hugh Rockoff, "History of the American economy" (2009), 11ª ed., South-Western CENGAGE Learning; Jonathan Hughes y Louis Cain, "American economic history" (2002), 6ª Ed., Lavoisier; Robert J. Gordon "U.S. Economic Growth since 1870: One Big Wave?" (1999), The American Economic Review, Vol. 89, No. 2, Mayo 1999; Susan Lee, Jeremy Atack y Peter Passell, "Peter Passell "A New Economic View of American History: From Colonial Times to 1940" (1994), W. W. Norton & Company y; Harold Underwood Faulkner "American economic history" (1966). Nova.

Además conviene tener en consideración los Informes anuales sobre economía de la Presidencia, disponibles desde 1947 en la dirección web <http://fraser.stlouisfed.org/publications/ERP>;

<sup>2</sup> A. J. Schwartz, M. Friedman, "El pánico de 1907 y la reforma bancaria posterior", La nueva historia económica: lecturas seleccionadas / coord. por Peter Temin, 1984, págs. 353-374 y; Robert F. Bruner, "The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm" (2009), Wiley.

Federal, en gran parte en respuesta a una serie de pánicos financieros, en particular con la referida crisis de 1907<sup>3</sup>.

Subrayemos de nuevo la crisis financiera provocada por la Gran Depresión. Al comenzar la I Guerra Mundial, en 1914, la economía estadounidense vivía en plena era de prosperidad y la propia guerra la acrecentó. Durante tres años sucesivos, los Estados Unidos fueron los proveedores de un mercado casi ilimitado, mientras las potencias europeas se aniquilaban entre sí. La capacidad industrial de los Estados Unidos también había aumentado considerablemente, y su agricultura progresaba a idéntico ritmo.

Desde 1925, las actividades de la Bolsa habían evolucionado tan vertiginosamente como la producción industrial del país. La cotización de las acciones subía regularmente de año en año, y fueron numerosos los estadounidenses que hallaron en la especulación bolsística la fuente de una rápida fortuna. Todo el mundo consideraba que la economía del país se encaminaba hacia niveles insospechados, y todos estaban persuadidos de que las “mejores acciones” podían conseguirse con muy poco dinero, pensando que debía aprovecharse de aquella buena suerte antes de que pudiera terminarse.

La continuada demanda hizo subir las acciones a alturas increíbles, y pronto la cotización en Bolsa fue pura especulación, que nada tenía de común con la auténtica solvencia de una sociedad pero

---

<sup>3</sup> El Sistema de Reserva Federal (Federal Reserve System, informalmente FED) es el sistema bancario central de los Estados Unidos. El Sistema de Reserva Federal, es una entidad público/privada encargada de guardar todos los fondos de los bancos del sistema bancario norteamericano.

La Junta de Gobernadores del Sistema de Reserva Federal es una agencia gubernamental independiente, sin embargo está sujeto a la Ley de Libertad de Información (Freedom of Information Act). Como muchas de las agencias independientes, sus decisiones no tienen que ser aprobadas por el Presidente o por alguna persona de la rama ejecutiva o legislativa del gobierno. La Junta de Gobernadores no recibe dinero del Congreso, y su mandato tiene una duración que abarca varios gobiernos y legislaturas. Una vez que el presidente designa a un miembro de la junta, éste se hace independiente, sin embargo puede ser destituido por el presidente según lo establecido en la sección 242, Título 12, del Código de Estados Unidos. El Sistema de Reserva Federal fue creado el 23 de diciembre de 1913 por la Ley de Reserva Federal (Federal Reserve Act). Todos los bancos nacionales tuvieron que unirse al sistema. Los billetes de la Reserva Federal (Federal Reserve Notes) fueron creados para tener una oferta monetaria flexible.

todo el sistema se derrumbó en octubre de 1929, y en pocos días -en cuestión de horas, incluso- las cotizaciones perdieron todo cuanto habían ganado durante meses o, mejor dicho, durante años. Los pequeños especuladores quedaron arruinados y tuvieron que vender con enormes pérdidas, y al cundir el pánico los grandes capitalistas se encontraron también con dificultades<sup>4</sup>.

Los primeros bancos del país y los corredores de Bolsa más destacados intentaron salvar los negocios y reunieron 240 millones de dólares para sostener las cotizaciones mediante compras masivas, y en aquella sola jornada cambiaron de mano trece millones de acciones pero el lunes 28 de octubre se produjo un nuevo descenso de 30 a 50 puntos, y al día siguiente -que pasó a la historia con el nombre de "martes negro"- fue la jornada más sombría de Wall Street. El pánico fue absoluto: en pocas horas, dieciséis millones y medio de acciones se vendieron con pérdida a un promedio del 40%.

Más tarde en noviembre, cuando se hubieron calmado un poco los ánimos, las cotizaciones habían descendido a la mitad desde el comienzo de la crisis bolsística, y no menos de 50.000 millones de dólares se habían desvanecido como el humo.

La inexistencia en Estados Unidos de un sector bancario fuerte de ámbito nacional y la quiebra inicial de algunos bancos hizo que la crisis bancaria se extendiera por todo el país, multiplicando los efectos de la crisis. La Reserva Federal era la única que podía haber evitado una caída en cadena de los bancos, mediante concesión de liquidez de forma masiva a los bancos, pero los gestores de la Reserva Federal, muy al contrario redujeron la oferta monetaria y subieron los tipos de interés, provocando una oleada masiva de quiebras bancarias. Esta reducción de la oferta monetaria también provocó el inicio de un proceso deflacionista y la reducción drástica del consumo y el comienzo de una intensa depresión.

Uno de los factores de propagación de la crisis fue el hundimiento brutal del comercio internacional, que llegó a perder dos terceras partes del valor alcanzado en 1929. Este descalabro del comercio trasladó los efectos de la crisis hasta aquellos países que

---

<sup>4</sup> John Kenneth Galbraith, "The Great Crash, 1929" (2009), Penguin Group; José Morilla Crit., "La crisis económica de 1929" (1984), Pirámide y; CP Kindleberger, "La crisis económica, 1929-1939" (1985), Barcelona, Crítica.

tenían sus economías abiertas al exterior. El hundimiento del comercio internacional se prolongó bastante en el tiempo. En 1938 el valor del comercio mundial se situaba todavía por debajo de la mitad del nivel del año 1929.

En los años siguientes al crack bursátil, se produjo una repatriación de capitales básicamente hacia Estados Unidos, esto tuvo unos efectos desastrosos para los países más endeudados, por la dependencia que tenían de los flujos de capitales exteriores, lo que los llevó a graves problemas de carácter financiero y monetario. La situación económica llegaría a su punto de mayor depresión en 1932, desde entonces comenzó una recuperación lenta y parcial hasta la Segunda Guerra Mundial, en la que siguió persistiendo la deflación.

Tras el final de la II Guerra Mundial, los países occidentales trataron de enmendar los errores económicos de los años 30, sentando las bases de un nuevo Sistema Monetario Internacional, y abriendo progresivamente, de nuevo, sus economías al comercio. Desde entonces, una de las principales motivaciones de los responsables de política económica de los Gobiernos, así como de las organizaciones económicas internacionales como el FMI, la OCDE, el GATT y la OMC, ha sido la de tratar de evitar que se repitiesen tragedias como las que se produjeron en la Gran Depresión.

Estados Unidos, por su parte, habiendo aprendido la lección, pone en marcha el Plan Marshall para revitalizar la economía europea y crear con ello un buen mercado en el que colocar sus excesos productivos.

El funcionamiento de la Reserva Federal y, sobre todo, la mejora en los sistemas de regulación y supervisión que se producen a lo largo del siglo XX tuvieron como consecuencia que las crisis financieras prácticamente desaparecieran durante la mayor parte del siglo XX. Sin embargo debemos recordar dentro de estos antecedentes el pánico bursátil de 1987, que fue la mayor caída del mercado de valores<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Robert Soberl, "Panic in Wall Street" (1988), Pluma; Carlson, Mark (2007) "A Brief History of the 1987 Stock Market Crash with a Discussion of the Federal Reserve Response", Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington D.C.; Shiller, R. (1989)." Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash: Survey

En un solo día, el 19 de octubre de 1987, el índice Dow Jones perdió un 22.6% de su valor. Ese día, el mercado de futuros estaba recibiendo miles de millones de dólares en minutos, causando que tanto el mercado de futuros como la bolsa de valores sufrieran una intensa inestabilidad. Los inversores quisieron vender de forma simultánea y el mercado no pudo manejar estas órdenes al mismo tiempo por lo que la mayoría de la gente no pudo vender al no haber nadie que quisiera comprar.

En un sólo día se evaporaron 500 mil millones de dólares del índice Dow Jones y los mercados de todo el mundo se colapsaron. La mayoría de los inversores que decidieron vender lo justificaban en que todos los demás estaban haciendo lo mismo. Esta mentalidad irracional causó la caída tan extrema en la bolsa. Muchas bolsas de valores y mercados de futuros fueron cerrados por el resto del día.

En este momento la Reserva Federal comenzó a intervenir. Las tasas de interés de corto plazo bajaron instantáneamente para prevenir una depresión y crisis bancarias. Los mercados se recuperaron rápidamente de la peor caída en un día y a diferencia del crash de 1929, el mercado comenzó rápidamente una tendencia a la alza otra vez. Esta alza fue impulsada por compañías que comenzaron a recomprar sus acciones aprovechando lo sobrevaluadas que estaban después del crash, recuperándose la situación.

Estos acontecimientos no tendrían una repercusión inmediata sobre la economía real, que no entraría en recesión hasta 1990. Es, a principios de este siglo, cuando nos volvemos a encontrar con

---

Evidence”, MIT Press en Shiller, Robert J. “Market Volatility” (1990), MIT Press.

El 19 de octubre de 1987, el mercado de valores, junto con los futuros y opciones asociadas mercados, se estrelló, con el S & P 500, índice bursátil cae un 20 por ciento. El mercado crisis de 1987 es un acontecimiento importante no sólo por la rapidez y severidad del mercado declive, sino también porque mostró las debilidades de los sistemas de negociación sí mismos y cómo puede ser filtrada y se acercan a la rotura en condiciones extremas. Los problemas en el comercio sistemas de interacción con las bajas de precios para hacer la peor crisis. Un problema notable fue la dificultad para la recopilación de información en el entorno rápidamente cambiante y caótico.

situaciones de sobrevaloración de activos financieros cuyo ajuste tiene una consecuencia, en mayor o menor grado, sobre la economía real.

En 2001 se produce el primer aviso serio. El estallido de la burbuja financiera asociada a las empresas que operaban en Internet trajo consigo una ralentización de la actividad durante dos años. Pero en ninguno de estos episodios anteriores es comparable, ni en intensidad ni en duración, a la crisis financiera de repercusión internacional que se produciría a partir de 2007 y cuyo origen se encuentra en los fallidos del mercado hipotecario en Estados Unidos.<sup>6</sup>

### LOS ANTECEDENTES DE LA CRISIS FINANCIERA DE 2007

Según diversas aportaciones teóricas, un primer aspecto que hay que tener en consideración respecto a la última y reciente crisis financiera es que en gran medida es el resultado de la política monetaria aplicada por el gobierno de EEUU en los últimos años.<sup>7</sup>

Por ello ha de considerarse que en plena recesión económica a fines del año 2000, la Reserva Federal (la FED), decidió bajar la tasa de interés de Fondos Federales (Federal Funds Rate) desde el 6.5% a 1% . Asimismo, la tasa hipotecaria fija a 30 años bajó en 2.5 %, pasando de un 8% a 5.5%; y las tasas de interés ajustables a un año pasarían de 7% a 4%.<sup>8</sup>

Las causas de la actual crisis financiera parecen encontrarse en una multiplicidad de factores complejos que se refuerzan entre ellos. En primer lugar, las autoridades financieras cometieron una serie de errores de política macroeconómica y de regulación, que propiciaron comportamientos inadecuados tanto en el mercado inmobiliario como en el mercado financiero.

A estos efectos recuerda Alberto Nadal que desde la década de los noventa, los bancos centrales se fueron centrando cada vez más en el control directo de la inflación como objetivo prioritario de la

---

<sup>6</sup> Alberto Nadal, “La crisis financiera de Estados Unidos”, *Boletín Económico de ICE*, nº 2953, del 21 al 30 de noviembre de 2008

<sup>7</sup> Hilario Barcelata Chávez, “La crisis financiera en Estados Unidos” (2010), en *Revista Contribuciones a la Economía*.

<sup>8</sup> Federal Reserve Board “Statistics: Releases and Historical Data”, 2008

política monetaria y, en el caso de la Reserva Federal, en la suavización del ciclo económico. A la hora de medir los resultados de la política monetaria, estos se medían en función exclusivamente del IPC, e incluso, en algunas ocasiones de la tasa de variación de la inflación subyacente.

Los bancos centrales consideraban, sólo como información adicional pero en ningún caso como objetivo a controlar, otras variables como la expansión del crédito o de los agregados monetarios, la evolución de los precios de los activos o el déficit exterior.<sup>9</sup>

En un contexto de economías abiertas en el que se podía importar gran número de bienes industriales desde las economías asiáticas, el índice de precios de consumo seguramente estaba minusvalorando los excesos de liquidez en el sistema económico. Así, y con el fin de combatir la recesión de 2001, la Reserva Federal llegaría según hemos manifestado a producir una rebaja histórica de los tipos de interés desde el 6,5 por 100 al 1 por 100.

El mantenimiento, durante largos periodos, de tipos de interés reales negativos propició todo tipo de comportamientos, y ello, en un mercado financiero de ávidos ahorradores y de instituciones financieras fácilmente apalancables.

Siguiendo a este autor, el segundo error de política económica fue de carácter regulatorio y tiene su raíz en la revocación de las barreras existentes entre la banca comercial y la banca de inversiones que, en los años treinta, estableció la Glass-Steagall Act.

Esta regulación, procedente de la Gran Depresión, establecía un rígido marco de separación entre la banca comercial, que toma dinero prestado del público en general, y la banca de inversión, que se financia exclusivamente a través del mercado de capitales. Los bancos comerciales estaban fuertemente supervisados por parte de la Reserva Federal quien exigía coeficientes de liquidez y de solvencia, lo que limitaba sus posibilidades de apalancamiento y por tanto de crecimiento del crédito.

---

<sup>9</sup> Alberto Nadal, "La crisis financiera de Estados Unidos", *Boletín Económico de ICE*, nº 2953, del 21 al 30 de noviembre de 2008

A cambio de esta regulación, la banca comercial gozaba del respaldo público a través de la garantía de los depósitos hasta un determinado límite. La banca de inversión, por el contrario, no estaba sometida a este tipo de controles, pero tenía rigurosamente prohibido acudir al público general en busca de financiación y tenía muy limitadas sus operaciones con el sistema de banca comercial.

A partir de los años noventa, esta rígida separación se fue diluyendo tanto por la revocación de la legislación como por la aparición de los fondos de inversión. La banca de inversión, al carecer de controles, puede apalancar sus posiciones en mucha mayor medida que la banca comercial y, de esta manera, beneficiarse del alto precio sombra de la regulación financiera.

Desde otra perspectiva se plantea que la crisis de 2008 no sólo fue el resultado de una sobreacumulación de capital en sectores de punta, sino de la creciente desconexión entre la nueva economía financiera (colosal masa de sobreacumulación de capital-dinero especulativo en búsqueda de colocación lucrativa por cualquier medio) y de las dimensiones de la economía real, la demanda social y la inversión productiva en Estados Unidos y en la mayor parte del mundo.

A partir del nuevo siglo XXI, la gran sobreacumulación de capital dinerario tendió a centrarse en un nuevo tipo de sistema bancario desregulado existente en potencia desde los orígenes del capitalismo informático y la globalización neoliberal, a partir de la contradicción profunda entre la fortaleza y dinamismo de la producción global y la nueva economía del conocimiento, y la fragilidad de un sistema financiero anárquico, cada vez más volátil e hipertrofiado.<sup>10</sup>

Este nuevo sistema financiero se estableció a partir de un conjunto de fenómenos nuevos integrados sistémicamente entre sí, entre ellos, de la titularización y desregulación del crédito, la informatización de la circulación del dinero, la globalización

---

<sup>10</sup> Gillian, Tett, and Paul J Davies, *Out the Shadows: "How banking's secret sytem broke down"*, Financial Times, December 18 2007; Marshall, Wesley D, "Rescatando amigos: lecciones del rescate bancario mexicano para Estados Unidos", *Economía Informa*, Facultad de Economía-UNAM, num 356, enero-febrero 2009,

financiera, los instrumentos financieros derivados, los nuevos fondos especulativos de inversión y el enorme enriquecimiento rentístico-privado de amplios sectores de la población mundial favorecidos por la globalización, que acentuó el sesgo especulativo del capitalismo estadounidense y mundial<sup>11</sup>.

Ese proceso adquirió dimensiones mayores y finalmente a la postre incontrolables, a partir de la primera década del nuevo siglo, con la aparición de los nuevos instrumentos, instituciones y mecanismos especulativos originados sobre todo en Estados Unidos -sistema bancario paralelo desregulado-, que elevaron de manera considerable el riesgo sistémico del conjunto del sistema financiero.

Con los llamados “cdo” o “siv” apareció un nuevo tipo de instrumentos derivados sintéticos o “empaquetados” de aún mayor complejidad y explosividad -cócteles de títulos muy diversos de naturaleza y calidades muy diferentes-, asociados a nuevas reglas de funcionamiento del sistema financiero, que coincidió en tiempo con el mayor despliegue y el estallido extrabursátil de la burbuja hipotecaria.

La interacción entre ambos factores, causa estructural y detonante, se dio principalmente en el mercado inmobiliario de Estados Unidos, por ser el mismo donde más se expresaron y convergieron los factores mencionados. Pero a su vez, la causa estructural mencionada –el carácter del nuevo sistema financiero-, encuentra sus raíces en algo aún más profundo en términos históricos, que es el proceso previo de declinación del capitalismo estadounidense ante la competencia internacional, atribuible en gran parte a su propia naturaleza socioinstitucional.<sup>12</sup>

La alteración especulativa de los mercados inmobiliarios comenzó a gestarse en el ámbito internacional a partir de la última década del siglo pasado, como resultado del sostenido elevamiento especulativo de precios de la propiedad inmobiliaria en la gran mayoría de los países del mundo.

---

<sup>11</sup> “Globalización, capitalismo actual y configuración espacial del mundo” en Globalización y alternativas incluyentes para el siglo XXI , Basave, Dabat y otros, Porrúa-IIE,CRIM-FE (UNAM)-UAM, México, 2002.

<sup>12</sup> Alejandro Dabat, "La crisis financiera en Estados Unidos y sus consecuencias internacionales", en *Problemas del Desarrollo*, Vol 40, N° 157 (2009).

Pero la burbuja inmobiliaria se convirtió en un fenómeno mucho más amplio a partir de las condiciones creadas por la crisis de 2000-2002. Como resultado de las grandes pérdidas bursátiles de entonces y de la baja rentabilidad prevaleciente de los mercados especulativos tradicionales, tuvo lugar una masiva reorientación internacional del capital especulativo hacia esos mercados. Este proceso, a su vez, “contaminó” profundamente a los nuevos paquetes financieros y, con ello, al conjunto del sistema de crédito así como al propio capital de las empresas, estableciendo un nexo directo entre la crisis de las hipotecas subprime y el fenómeno muchísimo más amplio de estallido general de los mercados financieros y de paralización internacional del crédito

Otro punto de vista plantea que durante los años noventa del siglo pasado, la economía estadounidense vivió la expansión cíclica más larga de su historia moderna, más larga incluso que la experimentada en la década de los sesenta, al calor de la guerra de Vietnam.<sup>13</sup>

El ascenso de la “nueva economía” – el desarrollo de la informática, del Internet y las telecomunicaciones – asociado a la globalización y a una burbuja en los mercados financieros, llevaron a algunos a postular, como sucede en las fases duraderas de auge, el fin del ciclo económico y de las crisis.

Fue entonces cuando se produjo la burbuja del mercado inmobiliario. Tan sólo, entre 1997 y 2006, los precios de los bienes raíces se dispararon un 93%, cuando en los cien años anteriores, los precios de los bienes raíces oscilaron 10 o 20 % en cada ciclo, hacia arriba o hacia abajo, dependiendo de las condiciones de la acumulación de capital.<sup>14</sup>

La expansión de los noventa concluyó en una crisis financiera el año 2000, que desplomó las bolsas de valores de la mayoría de los países y condujo a la recesión de la economía norteamericana en el periodo 2001-2002, situación que se agravó con el ataque terrorista del 11 de septiembre de 2001.

---

<sup>13</sup> Arturo Guillén, *Revista Ola Financiera*, N° 2.

<sup>14</sup> Rubini, Nouriel, “A coming recession in the US economy”, 17 de julio 2006, [www.rgmonitor.com](http://www.rgmonitor.com)

Sin embargo, no obstante la severidad del desplome bursátil – sobre todo en los valores de las acciones tecnológicas - la recesión, contra lo que esperaban muchos analistas incluyéndome, fue bastante benigna. Las amenazas reales de deflación sustentadas en los altos niveles de endeudamiento alcanzados con el boom, se disiparon. Los Estados Unidos no siguieron el camino de Japón en los noventa y en el primer trimestre de 2002 el crecimiento del PIB se recuperó, aunque a tasas menores a las del boom. La recuperación fue factible por la continuidad del boom inmobiliario.

El “efecto riqueza” se mantuvo a pesar del desplome bursátil. La atracción de sustanciales flujos externos de capital permitió la continuidad en el crecimiento del consumo privado y de las importaciones, así como el mantenimiento de la tasas de inversión. Además la “burbuja inmobiliaria” sustituyó a la “burbuja de la nueva economía”. Como afirmó Robert Samuelson: “El boom inmobiliario salvó la economía (...) Hartos del mercado de acciones, los estadounidenses se volcaron en una orgía de bienes raíces”

En sus memorias, el ex presidente de la Reserva Federal (FED), Alan Greenspan, reconoce el papel del boom inmobiliario en la salida de la recesión 2001-2002 y su relación con la baja en las tasas de interés: “La poca profundidad de la recesión pareció ser una consecuencia de la fuerzas económicas globales que habían bajado las tasas de interés a largo plazo y habían encendido un alza pronunciada de los precios de las casas en muchas partes del mundo. En EU las casas se habían incrementado tanto en su valor que las familias sintiendo la euforia, parecían más dispuestas a gastar”<sup>15</sup>.

El valor de la propiedad poseída por los habitantes de Estados Unidos se elevó de alrededor de 10 billones de dólares en 2000 a cerca de 20 billones en 2005, testimoniando una de las burbujas más grandes de la historia. En el periodo 2000-2002, los precios de las casas aumentaron 7.5% al año, más del doble de la tasa registrada en los años anteriores. En 2006 alrededor del 69% de las familias eran propietarios de sus casas, contra 64% en 1994 y 44% en 1940

Al final del boom inmobiliario al saturarse el mercado, es cuando entran en escena los llamados préstamos subprime, concedidos

---

<sup>15</sup> Alan Greenspan, *La era de las turbulencias*, 2008, Ediciones B, Barcelona.  
Revista *Aequitas*; Volumen 1, 140  
Pags. 129-214  
ISSN: 2174-9493

a grupos de bajos ingresos, bajo condiciones leoninas, préstamos con riesgo y sin garantías.<sup>16</sup>

La burbuja inmobiliaria fue alimentada por la política monetaria laxa seguida por la FED para evitar el pánico que siguió al derrumbe de las Torres Gemelas, y por el temor de que la economía estadounidense desembocara en un proceso de deflación generalizada, y esto alentó extraordinariamente el endeudamiento y el carrusel de nuevos instrumentos financieros, de bonos y obligaciones, así como de instrumentos derivados.

La “financiarización” de la economía fue respaldada por la desregulación promovida desde el Estado desde los años ochenta, y que implicó, según hemos señalado, el abandono del Acta de la Glass-Steagall, que existía desde el New Deal roosveltiano. Ese Acta establecía límites sectoriales y regionales a la actuación de los grandes bancos en los distintos mercados financieros. La desregulación se reforzó en 1999 con la expedición del Acta de Modernización de los Servicios Financieros (Gramm-Leach-Bliley Act), que legalizó la creación de holdings bancarios que podrían efectuar todo tipo de operaciones financieras. Por otro lado, los mínimos de capitalización exigidos por el Banco de Pagos de Basilea –Basilea I- orillaron a los bancos a mover sus negocios hacia intermediarios no bancarios y a operaciones “fuera de balance”.<sup>17</sup>

Conviene considerar también otras alternativas a las explicaciones sobre la crisis, siendo muy difundida la referida por Joseph E. Stiglitz, profesor de la Universidad de Columbia, Presidente del Consejo de Asesores Económicos del Presidente Bill Clinton y ganador del Premio Nobel de Economía en 2001.

Para Stiglitz la crisis está relacionada con el coste total que para los Estados Unidos tuvo la guerra de Irak, calculado según su consideración 3 billones de dólares. Ante ello manifiesta que no hay duda de que la guerra de Irak constituyó un añadido sustancial a la deuda federal, una guerra totalmente financiada por los préstamos,

---

<sup>16</sup> Jorion, P. (2008), “Dans la oeil du cyclone: la crise de l’immobilier américain”, en *Comprendre la finance contemporaine*, nº 3. París.

<sup>17</sup> Kregel, J (2008), “Minsky’s Cushions of Safety. Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market”, en *Public Policy Brief*. Nº. 93.

deuda que aumentó de 6,4 billones en marzo de 2003 a 10 billones de dólares en marzo de 2008 sin incluir otro medio billón de dólares en pagos a los veteranos

Una política monetaria laxa y regulaciones laxas mantuvieron la economía en marcha hasta que estalló la burbuja de la vivienda. Si hubiera habido mayor gasto y unas tasas de interés no tan bajas y una regulación no blanda, la burbuja hubiera sido menor. La Guerra de Irak no solo contribuyó a la severidad de la crisis financiera sino también al hecho de no poder responder a ella con eficacia. El aumento del endeudamiento suponía que el gobierno tenía mucho menos margen de maniobra de lo que debería haber tenido.

En opinión de Stiglitz, el resultado fue que la recesión sería más larga, menor producción, mayor desempleo y los déficit más grandes de lo que hubiera habido en ausencia de la guerra<sup>18</sup>.

En todo caso hay que recordar que entre los años 2000 y 2003 las finanzas del gobierno estadounidense se deterioraron considerablemente: mientras los gastos aumentaban 21% (en buena parte por la guerra de Irak), los ingresos disminuían 12%, de suerte que del ligero superávit de 2000 se pasó a déficits de 500 mil millones de dólares a partir de 2003. Estos enormes déficits hicieron que la deuda gubernamental se haya casi duplicado alcanzando una proporción equivalente a 72.5% del PIB en 2008 cuando era solamente 58% del PIB en 2000 (SELA, 2008). En junio de 2004 la Reserva Federal comenzó un ciclo de alzas en la tasa de interés que aumentó el costo del crédito desde 1%, su nivel más bajo desde la década de los cincuenta, hasta 5.25%, la tasa se incrementó en 17 ocasiones al tratar de contener la inflación, en junio de 2006 el alza de las tasas confluyó.<sup>19</sup>

Las tasas de interés fueron tan bajas que dieron lugar a que los bancos pudieran ofrecer créditos hipotecarios muy baratos, lo que muchas personas aprovecharon para comprar casas, generándose una demanda inusitada de bienes inmobiliarios, que en poco tiempo

---

<sup>18</sup> Joseph Stiglitz y Linda J. Bilmes, "The true cost of the Iraq war: \$3 trillion and beyond", en *The Washington Post*, 5 de septiembre de 2010.

<sup>19</sup> Esmeralda Villegas, Ana Acosta y Régulo Cayaffa, "La crisis hipotecaria estadounidense: origen y evolución", en *Cuadernos Latinoamericanos*, nº 28, julio-diciembre 2010, pág. 59.

provocó un incremento impresionante en el precio de ese tipo de bienes.

Tan atractivo se volvió pedir prestado y comprar bienes raíces, que muchos inversionistas vendieron sus acciones de las empresas tecnológicas, cuyos precios se vinieron abajo con la crisis del 2001, y se fueron al mercado inmobiliario.

Las hipotecas de alto riesgo o hipotecas subprime se constituyeron como préstamos para viviendas en los que se relajan o no se respetan los criterios que se adoptan para las hipotecas prime o hipotecas que cumplen todos los requisitos exigidos para la concesión de un préstamo hipotecario, como es la verificación de los ingresos del demandante, plazos de amortización y monto del préstamo adecuados y, en general, los elementos que garanticen una elevada probabilidad de devolución del préstamo<sup>20</sup>.

Para las instituciones financieras este mercado se convirtió en un magnífico negocio, tanto que se crearon opciones de crédito incluso para aquellos clientes que no eran solventes los llamados, “Clientes Sub-Prime” y a los que prestarles representaba un riesgo muy alto. Esta acción estaba respaldada legalmente por la “Community Reinvestment Act” -Federal Financial Institutions, Examination Council- que es una ley norteamericana que obliga a los bancos a otorgar créditos a personas que no tienen un buen historial crediticio.

Es importante explicar que en Estados Unidos la calificación de los contratantes de deuda se realiza con la puntuación denominada FICO Score, que es la metodología más usada en todo mundo para medir la solvencia crediticia del contratante de un crédito. Es un modelo estadístico que estima la probabilidad de que un individuo pague sus deudas a tiempo, y refleja los riesgos y costos de otorgar crédito a una persona, valorando en cada caso los siguientes elementos: el historial de pagos, la deuda total, la antigüedad; los tipos de crédito usados y el número de consultas crediticias.

El FICO Score, es un indicador que califica en un rango de 300 (el más bajo) a 850 puntos (el más alto). Todo deudor con

---

<sup>20</sup> Además de los préstamos prime y subprime, hay otros tipo de préstamos, como los jumbo y las hipotecas cuasi prime (near-prime).

puntuación superior a 620 es candidato “Prime”; es decir, tiene solvencia económica para pagar un crédito. En cambio los deudores que se ubican por debajo de los 620 puntos son considerados “Sub-Prime” y se caracterizan por ser malos pagadores; ya sea que presentan retrasos en sus pagos de tarjetas de crédito, o que se han declarado en quiebra anteriormente. Los préstamos a este tipo personas ofrecen grandes riesgos tanto para los prestamistas como para el deudor mismo, ya que se requiere cobrar tasas de interés y comisiones mucho más elevadas que a los deudores Prime, para cubrir el alto riesgo.

En Estados Unidos, el 60% de la población del país tiene un historial crediticio con puntuación entre 650 y 799 es decir, son clientes Prime, el resto son clientes Sub-Prime.

En pleno auge de la demanda de créditos y de incremento de los precios de los inmuebles, los bancos norteamericanos idearon formas novedosas para poder prestar también a estos clientes. De este modo, según reconstruye Hilario Barcelata, se empezaron a otorgar préstamos con un conjunto de facilidades como las siguientes:

a) Pago de interés sólo: Este tipo de hipoteca permite al contratante pagar únicamente el interés durante una cantidad específica de años; después de eso, debe pagar el capital y el interés. El período de pago es por lo general entre 3 a 10 años. Después de eso, el pago mensual aumenta, aún si las tasas de interés se mantienen al mismo nivel, porque debe pagar el capital junto con el interés.

b) Préstamo a tasa ajustable (ARM) con opción de Pago: Esta es una hipoteca cuya tasa de interés no es fija, sino que cambia durante la vida útil del préstamo basándose en los movimientos de un índice de interés, como la tasa de los valores del Tesoro o el llamado Cost of Funds Index.

Las opciones de pago son: un pago tradicional por el capital del préstamo más intereses (que reduce la cantidad adeudada en la hipoteca). Estos pagos están basados en un plazo fijo de préstamo; por ejemplo, un plan a 15, 30, o 40 años; o un pago mínimo o limitado (que podría ser menor al monto de interés pagadero todos los meses y no reducir la cantidad adeudada). Si se elige esta opción, los intereses que no se paguen, se suman al capital del préstamo, aumentando así la cantidad de la deuda y los intereses que tendrá que pagar.

Generalmente la tasa de interés en un préstamo ARM con opción de pago es muy baja durante los primeros 3 meses. Después, aumenta hasta aproximarse a la de otros préstamos. Muchos préstamos ARM con opción de pago limitan la cantidad que puede aumentar el pago mensual de un año al otro, pero el interés que no paga debido al límite sobre el pago se suma al saldo del préstamo.

Los préstamos ARM con opción de pago tienen un período incorporado en el que se debe recalcular la deuda (por lo general cada 5 años). En ese momento, se vuelve a calcular el pago con base al plazo restante del préstamo. Si el saldo del préstamo aumenta, o si las tasas de interés sube, con más rapidez, los pagos se incrementan mucho.

Con estos tipos de hipotecas los deudores pueden enfrentarse dos grandes problemas:

- Un “shock” de pago, que significa que los pagos pueden subir mucho, hasta el doble o el triple, después del período de interés sólo, o cuando se ajustan los pagos, haciendo muy difícil o imposible el pago del crédito.

- Una “Amortización negativa”, que se presenta cuando los pagos no cubren todo el interés adeudado, de modo que el interés restante se suma al saldo de la hipoteca y el monto del adeudo aumenta por encima del monto original. Es decir, el monto del préstamo aumenta cada mes, en lugar de disminuir.

Estas modalidades de crédito se crearon y se contrataron porque surgieron en un período en que los precios de los bienes inmobiliarios se incrementaban a tal velocidad que superaban el incremento del monto del crédito. Es decir, no importaba que tanto se pagara, el aumento del valor de los activos hacía rentable tener un préstamo de este tipo.

Según el índice de precios de viviendas S&P/Case-Shiller, que mide el comportamiento del precio de las casas en diferentes regiones de Estados Unidos, entre 1997 y 2006 se presenció la llamada “Burbuja inmobiliaria” debido a que el precio se incrementó

en un 131%<sup>21</sup>, es decir un aumento promedio anual del 13%; una inversión altamente rentable, incluso aunque se pagase una tasa de interés muy elevada por el crédito hipotecario.<sup>22</sup>

Por esa razón, en Estados Unidos, cerca del 21% de todos los préstamos otorgados entre 2004 y 2006 fueron del tipo Sub-Prime, los cuales sumaron en 2006 la cantidad de 600 billones de dólares; casi un 20% del total de los préstamos hipotecarios. Tan sólo de 1999 a 2006 los préstamos Sub-Prime pasaron de representar un 9% del total de préstamos otorgados a un 20%.

Dado que los bienes inmuebles estaban subiendo de precio, muchas personas en Estados Unidos optaron por solicitar una segunda hipoteca sobre el valor que su casa había ganado; las llamadas "HELOC" Home Equity Line of Credit (Línea de Crédito hipotecario para vivienda) que es un crédito revolvente en el cual la casa sirve como garantía colateral. Ya que la casa es el activo más grande que tiene una persona, muchos propietarios usaron sus líneas de crédito para cubrir gastos muy grandes y de largo plazo como la educación, mejoras a la vivienda o gasto médicos, pero no para los gastos diarios. Éstas se otorgan luego de restarse la primera hipoteca<sup>23</sup>.

Sin embargo y según decimos, muchos beneficiarios de estos créditos utilizaron los recursos para realizar gastos en bienes de consumo, abusando del uso del valor generado por su casa y, por supuesto, poniéndose en una posición muy difícil de sostener en el largo plazo.

Las familias y empresas reaccionaron ante estos tipos de interés tan bajos, de la forma que cabría esperar, llevaron al máximo su límite de endeudamiento con el fin de comprar activos y bienes de consumo duradero. Evidentemente, el mercado inmobiliario estaba, sin duda, en el centro de esta actividad compradora a crédito.

De hecho, fue el crecimiento de los precios de la vivienda lo que permitió mantener relativamente estable el consumo de las

---

<sup>21</sup> También en Europa los precios de las casas crecieron sustancialmente: en Gran Bretaña, 194%; en España 180% y en Irlanda 253%.

<sup>22</sup> El índice se calcula con la información de las ventas de casas familiares con año base 2000=100; fue desarrollado por los economistas Chip Case, Robert Shiller y Allan Weiss. (Standard and Poors, S&P U.S. Indices, 2008)

<sup>23</sup> The Federal Reserve Board, "When your home is on the line", 2008.

familias norteamericanas durante la recesión de 2001, que fue relativamente breve y suave teniendo en cuenta la dimensión del estallido de la burbuja de las empresas asociadas a Internet. Es decir, en buena medida, podemos decir que las medidas de política monetaria para paliar la recesión del 2001 pusieron las semillas de la crisis financiera actual asociada al mercado hipotecario.

Pero como ya hemos señalado, el crecimiento de los precios de la vivienda y el crecimiento del segmento subprime no hubieran sido posibles sin ciertos procesos de innovación financiera, favorecidos por la desaparición de la separación entre banca comercial y banca de inversión. Ello permitió la creación de un sistema de banca hipotecaria paralelo al de la banca comercial, sin los controles a los que habitualmente el crédito hipotecario está sometido.

De forma simplificada, el funcionamiento de este mercado era el siguiente: agentes independientes ofrecían hipotecas a tipo variable y con fuertes periodos de carencia a clientes (no propietarios) que no cualificaban para obtener una hipoteca en la banca comercial. Estas hipotecas, denominadas subprime, se vendían a entidades mayoristas que las agrupaban formando paquetes muy heterogéneos y, en general, con calidad crediticia inferior al segmento estándar.

La banca de inversión dividía estos paquetes en distintos tramos, cuya solvencia venía determinada por su nivel de sobregarantía y la probabilidad de impago, que se calculaba en función de la morosidad histórica de las hipotecas subprime. Los tramos se titulizaban en MBS (mortgage back securities) y CDO (collateralized debt obligations). Los títulos de tramos más senior, aquellos cuya probabilidad de impago era ínfima y estaban muy garantizados, se consideraban de máxima calidad crediticia. Una agencia de rating confirmaba esta alta calidad (incluso con una calificación AAA).<sup>24</sup>

Este proceso se basaba en unos modelos matemáticos que se mostraron incorrectos para evaluar el riesgo de un segmento en crecimiento explosivo y en un momento en el que la situación cíclica había cambiado de forma radical. Estos títulos fueron comprados ávidamente por un mercado financiero internacional, cuyos inversores

---

<sup>24</sup> Alberto Nadal Belda, "La crisis financiera de Estados Unidos", Boletín Económico del ICE 2953, noviembre de 2008.

confiaban en su alta solvencia y buscaban desesperadamente rentabilidades positivas en dólar. Estos activos se distribuyeron entre fondos de inversión y entidades financieras de prácticamente todo el mundo, que confiaban en su alta solvencia y estaban ávidos de rentabilidades positivas en dólar.

Entre estas entidades se incluyeron las semipúblicas Freddie Mac y Fannie Mae, que operaban en el segmento prime. Este sistema funcionó correctamente mientras el precio de la vivienda en Estados Unidos siguió creciendo, ya que, incluso aquellos compradores de vivienda en el segmento subprime que no pudieran hacer frente a los pagos, podían fácilmente vender sus inmuebles para hacer frente a sus deudas e incluso obtener una plusvalía.

De esta forma, entre 2003 y 2007 se produjo una espiral de creciente endeudamiento de las familias americanas, creciente apalancamiento de las entidades financieras e incremento constante de los precios de la vivienda.

Incluso la banca comercial entró en este tipo de negocio, ya que, las posibilidades de apalancamiento que les ofrecía la innovación financiera, les permitía obtener crecientes beneficios sin estar sometida a las ataduras de la supervisión financiera. Podemos, por tanto, situar el proceso de auge en los primeros años de esta década. A partir de 2004, se pasa ya a una fase de clara euforia especulativa.

Al principio de este proceso, es decir, en los primeros años del siglo XXI, la proporción de préstamos en mora era reducida, con lo que la calificación de las agencias de riesgo para los bonos respaldados por hipotecas fue relativamente elevada. Sin embargo, tanto esas agencias como las autoridades económicas no tuvieron en cuenta la tasa de mora porque los precios de los bienes raíces aumentaban fuertemente y posibilitaban, de esa manera, que los propietarios que no alcanzaban a pagar las cuotas pudieran refinanciar sus créditos con facilidad.

Cuando los precios de las viviendas dejaron de subir en 2006, esa posibilidad dejó de existir. Es importante señalar que en ese año, aproximadamente, el 45% de todos los préstamos subprime estaba en manos de prestatarios que no tenían ingresos suficientes como para hacer frente a la amortización e intereses de las hipotecas.

Aquello tuvo un impacto enormemente negativo en los bancos que habían confiado fuertemente para su financiación en vehículos financieros extracontables como los fondos de pagarés respaldados por activos (ABCP o Asset-Backed Commercial Paper) y otros vehículos de inversión especiales.

La crisis financiera sería consecuencia de la incapacidad de pago de los préstamos hipotecarios de miles de personas que tenían créditos Sub-Prime, muchos de ellos contratados solo con el pago de los intereses o con opciones de amortización negativa, que al cambiar a préstamos totalmente amortizados (pago de intereses y capital) propició el incremento de los pagos a realizar dejando sin posibilidad de pagar a los deudores, que de por sí tenían un pobre historial crediticio y una nula capacidad de pago, lo cual ya se sabía.

La imposibilidad de pago puso en problemas a las instituciones financieras que habían otorgado hipotecas e hizo retroceder de manera profunda los precios de las casas, lo que agravó la situación de los prestamistas que junto con la cartera vencida que acumulaban, veían caer el precio de los inmuebles que habían quedado en garantía por las hipotecas.

Entre diciembre de 2006 y diciembre de 2007, el precio de las viviendas cayó en un 25% y dio inicio a la “crisis inmobiliaria” preparando el escenario para la crisis financiera de 2008.

Pero, además, desde 2004 la Reserva Federal decidió subir las tasas para controlar la inflación y de una tasa del 1% que se tenía en 2004 se pasó a una tasa superior al 5% en el 2006.

Esta situación provocó el incremento de la tasa de morosidad, y el nivel de embargos por falta de pago. Según el senador estadounidense Christopher Dood, de uno a tres millones de personas podrían perder sus viviendas por el aumento de las mensualidades de sus créditos hipotecarios, que pasaron de 400 dólares a más de 1,500 dólares entre 2004 y 2006. Tan sólo en julio de 2007, los procedimientos de embargo contra personas que no podían pagar sus hipotecas alcanzó la cantidad de 180,000; dos veces más que el año anterior.<sup>25</sup> Además, dado que los inversionistas habían tomado demasiado riesgo, al ver que se frenaba el mercado, decidieron

---

<sup>25</sup> The Wall Street Journal on line, Year end review, 2008

deshacerse de sus activos de más riesgo, dándole más impulso a la crisis.

La crisis se extendió a nivel mundial en gran medida por la generalización de los llamados CDOs (Collateralized Debt Obligations, Obligaciones de deuda con garantía colateral), que circularon y fueron comprados por una gran cantidad de empresas en el mundo. Los CDOs son un “crédito derivado” estructurado como un portafolio de activos con ingreso fijo, donde el precio y el riesgo se divide en diferentes tramos: “tramos senior” (AAA), “tramos mezzanine” (AA a BB), y “tramos equity” (first loss). Las pérdidas son aplicadas en orden inverso a su procedencia, de modo que tramos menores pagan tasas de interés más altas para compensar el riesgo<sup>26</sup>

Estos instrumentos se introdujeron recientemente en el mercado financiero, para permitir que, una vez que un banco hubiera dado un préstamo hipotecario, tuviera la opción de poder venderlo en el mercado secundario. Muchos Fondos de Pensiones, Fondos Mutuos, Bancos y empresas de seguros, compraron estos instrumentos como parte de su estrategia de inversión para generar mayores rendimientos. Según JP Morgan había cerca de 1.5 trillones de dólares en CDOs y alrededor de 600 billones de dólares en productos derivados de ellos en todo el mundo<sup>27</sup>

Siendo los CDOs, títulos de deuda respaldados por una garantía prendaria o colateral, el pago a los inversionistas que los compran proviene de los pagos que hacen los deudores de las hipotecas. El atractivo de invertir en estos instrumentos radicaba en que las hipotecas estaban respaldadas con viviendas cuyos precios se mantenían al alza y, por lo mismo, parecían una inversión muy segura y muy rentable. Con cada incremento de los precios, la expectativa de beneficio subía y por lo tanto se compraban más CDOs. El problema sobrevino cuando los deudores no pudieron seguir pagando y los precios de las casas cayeron estrepitosamente.

También se crearon “instrumentos derivados” de los CDOs, que otorgaban al tenedor, el derecho a obtener un rendimiento que

---

<sup>26</sup> Michael S. Gibson, “Understanding the Risk of Synthetic CDOs” Trading Risk Analysis Section, Division of Research and Statistics, Federal Reserve Board, 2004

<sup>27</sup> The Wall Street Journal on line, “Year end review, 2008.

dependía del comportamiento de los CDOs, pero sin la garantía prendaria que aquellos tenían.

Estas innovaciones financieras fueron muy sensibles a la evaluación del riesgo crediticio otorgada por las agencias calificadoras de riesgo, que fueron extremadamente optimistas al evaluarlas sobrecalificándolos como AAA, aunque en realidad merecían algo mucho menor, pues estaban mezcladas con hipotecas Sub-Prime. Una vez que los deudores Sub-Prime dejaron de pagar, los bancos no pudieron convertir en dinero los CDOs que habían vendido.

Volvamos a poner de manifiesto que en un mercado con tipos de interés negativos y con los precios de los activos inmobiliarios creciendo a dos dígitos, la tentación de crear instrumentos, que permitieran financiar el crédito inmobiliario para luego colocarlo entre inversores ávidos de rentabilidad, era inmensa.

En la práctica, se creó un mercado hipotecario paralelo al dominado por la banca comercial tradicional, que es el origen de la crisis de las hipotecas subprime. De hecho, tanto las Administraciones republicanas como demócratas, hicieron un esfuerzo consciente de relajar las condiciones para el otorgamiento y titulización de las hipotecas en el segmento subprime, como medio de incrementar el porcentaje de propietarios. Es decir, no sólo se consintió, sino que se alentó, la creación de este mercado hipotecario paralelo.<sup>28</sup>

La turbulencia financiera inició ya en 2006 la crisis inmobiliaria que provocó que el índice bursátil de la construcción cayera un 40% ese año. A lo largo de 2007 el mercado empezó a darse cuenta que importantes entidades bancarias y grandes fondos de inversión tenían comprometidos sus activos en tales hipotecas de alto riesgo.

En febrero de 2007, más de 25 empresas dedicadas a dar préstamos hipotecarios se declararon en quiebra. HSBC anunciaba por entonces pérdidas relacionadas con hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos.

---

<sup>28</sup> Nadal Alberto Nadal Belda, “La crisis financiera de Estados Unidos”, en *Boletín Económico del ICE*, nº 2953, noviembre de 2008

Ya en marzo de ese año se habían producido los primeros avisos. El día 12 de ese mes, la financiera estadounidense New Century Financial Corporation, especializada en hipotecas de alto riesgo, se situó al borde de la quiebra después de que sus prestamistas, los grandes bancos de inversión, le suspendieran la financiación ante el miedo a los impagos de los suscriptores de hipotecas. Sus títulos perdieron un 90 por 100 de valor en unos pocos meses.

A mediados del mismo mes, la Asociación de Bancos Hipotecarios de Estados Unidos revelaba que la morosidad en el sector hipotecario alcanzaba su punto más alto en siete años. Ello se debió, en parte, a la subida de tipos de interés que el nuevo Presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, había impulsado unos meses antes con el fin de retirar los excesos de liquidez del sistema y que estaban impulsando procesos inflacionistas.

A finales de marzo, el índice Case-Shiller, índice de precios de la vivienda más utilizado en Estados Unidos, registra su primera caída interanual desde 1996.

En abril de 2007 la empresa New Century Financial, la segunda empresa norteamericana más grande dedicada a los préstamos hipotecarios Sub-Prime, se declaró en bancarrota acogiéndose a la ley de quiebras conocida como “Capítulo 11”. Esta empresa era la principal proveedora independiente de hipotecas a clientes con un mal historial de crédito, que fueron los primeros en verse afectados por los incrementos en las tasas de interés y la reducción o el estancamiento de los precios de las casas.

La empresa señaló en su momento, que la medida fue necesaria dado el incumplimiento cada vez mayor de sus clientes y la presión de sus acreedores. Como consecuencia, despidió a 3.200 empleados, el 54% de su plantilla, y anunció que vendería la mayor parte de sus activos en un plazo de 45 días.

En el verano de 2007 ya se había puesto de manifiesto en Estados Unidos que el nivel de fallidos del sector hipotecario subprime estaba muy por encima de las medias de estadísticas históricas. Como consecuencia de ello, un gran número de cédulas hipotecarias tituladas sobre estos préstamos perdieron su cotización y, de forma repentina, se volvió ilíquido un mercado que hasta

entonces procuraba financiación a una parte importante del sector inmobiliario de los Estados Unidos.

A partir de ahí, y dado el entramado de productos estructurados alrededor de estos activos titulizados, se generó una creciente desconfianza en el mercado financiero que terminó provocando la mayor intervención coordinada por parte de los gobiernos en la historia económica reciente.

Fue ya en el mes de junio de 2007 cuando los acontecimientos se precipitó y el pánico se instala en el mercado. Dos fondos hipotecarios del banco de inversión Bear Stearns se declararon en quiebra.

Bear Stearns había sido reconocido en 2005-2007 como la firma de valores “más admirada” por la revista Fortune y una de las “Empresas más admiradas de América”. El 17 de marzo de 2008, JP Morgan Chase ofreció adquirir Bear Stearns a un precio de 2 dólares por acción ó 236 millones de dólares. El 24 de marzo de 2008, la oferta se elevó a 10 dólares por acción o 1.100 millones en un esfuerzo para apaciguar a los accionistas enojados. JP Morgan Chase completó la adquisición de Bear Stearns el 30 de mayo de 2008 a renegociar el precio de \$ 10 por acción. Había de asumir la responsabilidad existente en la cartera de Bear Stearns de una cuantía de 29.000 millones de dólares en activos tóxicos.

Este suceso puso de manifiesto la iliquidez de muchos activos vinculados al segmento subprime que, hasta ese momento, cotizaban con regularidad en el mercado. Los dos fondos de inversión (Hedge Funds) del banco Bear Stearns habían quebrado, y casi al mismo tiempo la American Home Mortgage, el décimo banco hipotecario de los Estados Unidos, anunció su quiebra, aunque en marzo de 2008, sería adquirido por JP Morgan Chase por 240 millones de dólares, pero de modo inmediato el problema se extendería a las principales firmas de Wall Street como Merrill Lynch, JP Morgan Chase, Citigroup y Goldman Sachs, que habían prestado el dinero de las empresas.

La amplia distribución de estos títulos y el gran volumen de operaciones de derivados y estructurados asociados a los mismos hacía que no se pudiera saber con precisión, cuál era la situación de solvencia patrimonial de las entidades que participaban en el mercado

financiero. Así, a finales de julio, era ya patente en el mercado la desconfianza entre entidades financieras. En este mes de julio Bear Stearns manifestaría que los inversores obtendrían solo una pequeña parte del dinero invertido en los referidos dos fondos de cobertura.

Esta desconfianza se trasladó al mercado interbancario que el 9 de agosto de 2007 presentó unos diferenciales respecto al tipo de intervención anormalmente elevados. Un diferencial de ese tipo sólo puede darse en el mercado interbancario cuando éste presenta problemas muy graves de liquidez y provocaría la inmediata reacción de los bancos centrales que inyectaron, de forma coordinada, miles de millones de euros y dólares para intentar normalizar la situación.

De hecho, a partir de este momento, el mercado interbancario dejó de funcionar normalmente: los diferenciales no retornan a sus niveles previos y, además, se amplían de forma aguda, ante nuevas informaciones negativas para el mercado financiero.

De igual modo Countrywide, otra importante empresa financiera norteamericana, quedó también al borde de la bancarrota. Esta contrajo el crédito súbitamente y generó una profunda volatilidad de los valores bursátiles, desconfianza, pánico, y una caída de las bolsas de valores de todo el mundo, particularmente porque los inversionistas vendían sus posiciones y se refugiaban en las inversiones más seguras como los bonos del tesoro de Estados Unidos. Aquello provocó una fuerte turbulencia en los mercados financieros mundiales. Los bancos de todo el mundo empezaron a mostrar severos problemas de liquidez y la posibilidad de su sobrevivencia se vio seriamente amenazada.

Suele manifestarse que el inicio convencional de la crisis financiera fue la paralización de los mercados por los valores con garantía de activos a comienzos de agosto de 2007, a medida que los inversores empezaron a darse cuenta de la magnitud de la burbuja inmobiliaria de las subprime en Estados Unidos.<sup>29</sup>

Para agosto de 2007 ante la situación de crisis desatada el Banco Central Europeo introdujo en el mercado 120.000 millones de

---

<sup>29</sup> Nicolas Véron, Senior Fellow en Bruegel (Bruselas), Visiting Fellow en el Peterson Institute for International Economics (Washington DC), "La crisis bancaria en Europa," Anuario Internacional CIDOB 2010

dólares -95.000 millones de euros-, lo que representa su mayor intervención en el mercado monetario, desde septiembre de 2001.

Los Estados Unidos, la Reserva Federal, el Banco de Canadá y el Banco de Japón comenzarían a intervenir. El 17 de agosto de 2007, la FED recortaría la tasa a la que prestaba a los bancos a la mitad de un punto porcentual, a 5,75, advirtiendo que la contracción del crédito podía ser un riesgo para el crecimiento económico.

Para entonces la crisis ya se había extendido a Europa, el Banco de Industria Alemán (IKB), uno de los primeros afectados por la crisis en Europa, anunciaría pérdidas de 1.000 millones de dólares debido al alto riesgo de las hipotecas que tomó de Estados Unidos.

Por otra parte, el banco de inversiones estadounidense Merrill Lynch, la empresa más grande de corredores bursátiles del mundo, reconoció que su nivel de deudas incobrables alcanzaba los 7.000 millones de dólares y sus pérdidas eran cercanas a los 5 mil millones de dólares en el tercer trimestre del año, su peor resultado desde 2001, en tanto que Wachovia, la cuarta institución financiera en importancia de Estados Unidos, anunció pérdidas por 1.100 millones de dólares.

En agosto de 2007, la Reserva Federal de Estados Unidos inyectó 2.000 millones de dólares a su mercado mientras que el Banco Central de Japón, introdujo 5.000 millones de dólares en su país.

Los activos totales de los bancos comerciales de EE.UU. aumentaron en el segundo semestre de 2007, en parte como consecuencia de tener en balance los activos involuntariamente. Al mismo tiempo, la cantidad de papeles comerciales respaldados por activos -documentos pendientes que fueron emitidos por estos vehículos financieros fuera de balance- se redujo considerablemente. Así, en pocas palabras, como consecuencia de la evaporación de la liquidez en los mercados de financiación estructurada, los bancos se enfrentaron a necesidades de liquidez de grandes y difíciles de predecir.

Los bancos ya no podían prever sus necesidades de liquidez y esto planteaba demandas altamente inestables en las reservas del Banco Central. En otras palabras, las exigencias de reservas del Banco Central se convirtieron en altamente inestables. En segundo lugar, debido a que los bancos estaban ansiosos por tener liquidez a tener

algún tipo de precaución en caso de shocks de liquidez adicional, los bancos estaban poco dispuestos a prestarse entre sí.

El resultado fue que el mercado interbancario dejaría de funcionar y algunas instituciones no pudieron obtener financiación en el mercado interbancario, lo que equivale a una mala distribución de las reservas del Banco Central. En tercer lugar, la demanda de financiación a largo plazo creció porque los bancos estaban ansiosos por asegurar su financiación de más larga duración en un entorno incierto. El 18 de septiembre de 2007 la Reserva Federal recortaría su principal tasa de interés en medio punto porcentual, a 4,75%.

Conviene precisar el contexto internacional en el que se sitúa la crisis económica y financiera de los Estados Unidos<sup>30</sup>. A tal efecto Alejandro Dabat plantea la decadencia de la economía nacional de Estados Unidos y de su propia hegemonía mundial ante sus propias limitaciones estructurales históricas para afrontar la competencia de nuevas potencias ascendentes a un proceso de resurgimiento como China, India, Rusia y otros.

Los primeros síntomas se habían dado durante la crisis de 2001 y 2002 y el estallido de la gran burbuja especulativa del NASDAQ en 2000 había hecho tambalear el liderazgo tecnológico y productivo de los Estados Unidos. La recuperación de 2003 y 2004 fue corta y débil y sería seguida de una leve desaceleración del crecimiento del PIB a partir del 2005, siendo un factor esencial de la pérdida de competitividad la reducción de la brecha científica y tecnológica que separaba a Estados Unidos de sus principales competidores. Así la reacción fue muy grande en electrónica e informática con respecto a China, Corea, Taiwán, India e incluso Japón.

Suele considerarse el consumismo desmedido que se extendió a un gran sector de la población produjo la financiación cada vez mayor de los gastos personales mediante el endeudamiento y a expensas del ahorro, dando lugar a tendencias parasitarias que afectaron a la economía, a la sociedad y a los valores morales.

---

<sup>30</sup> Seguimos en este punto las referencias proporcionadas por Alejandro Dabat en “La crisis financiera en Estados Unidos y sus consecuencias internacionales”, *Problemas del Desarrollo Revista Latinoamericana de Economía*, vol. 40, num. 157, abril-junio 2009.

Finalmente volvemos a recordar en este momento los costes de la hegemonía estadounidense derivados del gasto público militar para hacer frente a las intervenciones armadas, que dio lugar a una sucesión de grandes déficits fiscales que se tradujeron en un gran endeudamiento. En 2007 se estimaba el déficit en 10,5 billones de dólares de deuda pública y en 2008, incluyendo la privada, 16,3 billones de deuda externa total.

Paralela o consecuentemente el dólar se desmoronó en su valor internacional siendo, como aún es, la principal moneda mundial de reserva y la base del sistema monetario internacional.

Otra de las señales de alarma de esta crisis financiera la daría Merrill Lynch, entidad financiera fundada en el año 1914 por Charles E. Merrill y Edmund C. Lynch. Su Presidente renunciaría el 30 de octubre de 2007 después de que el banco de inversión presentase una exposición de 7.900 millones de dólares de deuda incobrable. Esta entidad sería finalmente adquirida por el Banco de América por 44.000 millones de dólares en septiembre de 2008 para salvarla de la crisis de las hipotecas subprime.

El 6 de diciembre de 2007 el Presidente George W. Bush anunciaba la preparación de planes para ayudar a más de 1 millón de propietarios de viviendas que se enfrentaban a ejecuciones hipotecarias. Sobre esta base el 13 de diciembre de 2007 la Reserva Federal de Estados Unidos coordinaría una acción sin precedentes con los bancos centrales de la Unión Europea, el Reino Unido, el Banco Nacional Suizo y el Banco de Canadá, presentando un plan para inyectar 100.000 millones de dólares en fondos de emergencia.

El 19 de diciembre el banco de inversión Morgan Stanley, la segunda entidad de inversiones en importancia de Estados Unidos, revelaba unas pérdidas de 9.000 millones de dólares asociadas al mercado inmobiliario. De igual modo, anunció que vendería el 10% de sus acciones al gobierno chino para conseguir dinero.

A mediados de enero de 2008, Citigroup, el principal banco de Estados Unidos, anunciaría una pérdida neta de más de 9.800 millones de dólares durante el último trimestre de 2007 y cuentas incobrables por un valor de 18.000 millones de dólares. El 21 de enero se había generalizado el pánico en todas las bolsas del mundo y los mercados

registraron sus peores pérdidas desde el septiembre de 2001. El 31 de enero la mayor aseguradora de bonos, MBIA, anunciaría una pérdida de 2.300 millones de dólares -su mayor hasta la fecha por un período de tres meses- atribuyéndolo a su exposición a la crisis de las hipotecas de alto riesgo de EE.UU.

Paralelamente a la preocupación sobre el colapso hipotecario, el Banco Mundial predecía la desaceleración del crecimiento económico global y la Reserva Federal recortaría las tasas en  $\frac{3}{4}$  de punto, al 3,5% para tratar de impedir el hundimiento de la economía. El Presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, mostraba su preocupación sobre los efectos adversos que los problemas de los garantes financieros pueden tener en los mercados financieros y la economía.

El 10 de febrero 2008 los líderes del grupo G-7 de países industrializados de todo el mundo anunciarían que las pérdidas derivadas del colapso del mercado hipotecario de EE.UU. de alto riesgo podrían alcanzar los 400.000 millones de dólares y un mes después, el 7 de marzo de 2008, en su mayor intervención, la Reserva Federal aportaba 200.000 millones de dólares de los fondos disponibles a los bancos y otras instituciones para tratar de mejorar la liquidez en los mercados.

Para entonces ya estaba extendida la crisis en Europa; en Reino Unido Northern Rock sería nacionalizada por el gobierno británico comenzando una escalada de fracasos; Royal Bank of England y en abril de 2008 el Royal Bank of Scotland anunciaban un plan para recaudar dinero de sus accionistas un total de 12 mil millones de libras, la más grande en la historia corporativa británica. La empresa también anuncia una rebaja de 5.900 millones de libras en el valor de sus inversiones entre abril y junio, las más grande de cancelación sin embargo, para un banco británico.

Las dificultades financieras llegarían al mayor prestamista del Reino Unido, Halifax y en junio de 2008 Barclays anunciaba planes para recaudar 4.5 mil millones de libras en una emisión de acciones para reforzar su balance. La Autoridad de Inversiones de Qatar, el brazo de inversión de propiedad estatal del país del Golfo, invertirá 1.700 millones de libras en el banco británico, dándole una cuota de 7,7% en el negocio. Un número de otros inversionistas extranjeros aumenten sus participaciones anteriores.

El banco suizo UBS aparecería el 22 de mayo 2008 como uno de los más afectados por la crisis crediticia, lanzando una emisión de 15.500 millones de dólares para cubrir parte de los 37.000 millones que perdió en los activos vinculados a la deuda hipotecario de EE.UU.

La entidad financiera Indy-Mac, uno de los principales bancos hipotecarios de Estados Unidos, sería intervenida el 11 de julio por el gobierno federal norteamericano, quien tomó el control de todos sus bienes.

Las dificultades estaban generalizadas en el verano de 2008. El 4 de agosto el gigante bancario HSBC advirtió que las condiciones en los mercados financieros se encontraban en la más dura situación “desde hace varias décadas” después de sufrir una caída de 28% en los beneficios semestrales. De los principales bancos de Europa, HSBC tenía entre la mayor exposición a los problemas de vivienda de EE.UU. y los mercados de crédito. El Banco Central Europeo asumiría el 9 de agosto aportar 95 millones de euros al mercado bancario para mejorar la liquidez.

La crisis económica se hacía paralela a la crisis financiera. Según advertiría en el periódico "The Guardian", el Ministro de Hacienda británico Alistair Darling el 30 de agosto, la economía se enfrentaba a su peor crisis desde hacía 60 años, diciendo que la actual recesión será más “profunda y duradera” más de lo que se temía.

Sin duda la noticia más importante se produce como consecuencia del rescate federal de Fannie Mae y Freddie Mac que se produciría el 6 de septiembre de 2008, fecha que puede considerarse histórica en este proceso.

La Federal National Mortgage Association, comúnmente conocida como Fannie Mae fue fundada en 1938, durante la Gran Depresión, como parte del New Deal y se trata de una empresa patrocinada por el gobierno (GSE) cuyo objetivo era el de ampliar el mercado secundario de hipotecas mediante la titularización de hipotecas en forma de valores respaldados por las hipotecas (MBS), que permite a los prestamistas a reinvertir sus activos en más préstamo y de hecho aumentar el número de prestamistas en el mercado hipotecario mediante la reducción de la dependencia de las cajas de ahorro .

Por su parte, Freddie Mac -Federal Home Loan Mortgage Corporation- o Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios era una empresa de capital abierto, garantizada por el gobierno de los Estados Unidos (Government-sponsored enterprise o GSE), autorizada para conceder y garantizar préstamos que había sido creada en 1970 para expandir el mercado secundario de hipotecas en el país.

En 1992 el presidente George H. W. Bush firmó la Housing and Community Development Act, ley que modificaba el marco jurídico de Fannie Mae y Freddie Mac que quedaban bajo la obligación de facilitar la financiación de vivienda asequible para personas de bajos ingresos y familias de ingresos moderados. De este modo y por primera vez las GSE quedaban obligadas a cumplir “metas de viviendas asequibles”.

En 1999, Fannie Mae se vio presionada por el gobierno de Clinton para ampliar los préstamos hipotecarios a prestatarios de ingresos moderados y bajos, aumentando las proporciones de sus carteras de préstamos en dificultades. Esta situación se mantuvo hasta 2003-2004 en que comenzó la burbuja inmobiliaria. La necesidad de recuperar la cuota de mercado obligó a las GSE a realizar una sobreoferta de financiación de viviendas subvaluadas que llevó en 2006 a un aumento precipitado en las ejecuciones hipotecarias.

Según ya se ha manifestado, Fannie Mae y Freddie Mac jugaban un papel central en el sistema de financiación de la vivienda de Estados Unidos y en un primer momento fueron ayudadas por el Departamento del Tesoro y la Reserva Federal con préstamos de bajo interés para reforzar la confianza en las empresas.

En este contexto se produciría la referida Housing and Economic Recovery Act de 2008 – Ley de vivienda y de Recuperación Económica-, aprobada por el Congreso de los Estados Unidos el 24 de julio de 2008 y promulgada por el presidente George W. Bush el 30 de julio de 2008 – que permitía ampliar la autoridad reguladora de Fannie Mae y Freddie Mac por el recién creado FHFA, y daba al Tesoro de EE.UU. la autoridad para adelantar fondos con el fin de estabilizar Fannie Mae o Freddie Mac, limitado solamente por la cantidad de deuda que el gobierno federal está permitido por la ley para comprometerse.

La ley elevó el techo de deuda del Tesoro de 800.000 millones de dólares hasta un total de 10,7 billones en previsión de la posible necesidad del Tesoro de tener la flexibilidad para apoyar a Fannie Mae, Freddie Mac, o el Home Loan Banks Federal

Los hechos no eran casuales. Aún antes de su promulgación, el 11 de julio de 2008, el New York Times informaba que el gobierno de EE.UU. estaba considerando un plan para tomar el control de Fannie Mae y Freddie Mac. Las acciones de Fannie se desplomaron y el secretario del Tesoro Henry M. Paulson, así como la Casa Blanca, salieron a defender la solidez financiera de Fannie Mae, en un último esfuerzo para evitar un pánico financiero total.

Fannie Mae y Freddie Mac habían garantizado cerca de la mitad de las hipotecas de Estados Unidos, unos 12 billones de dólares en el mercado hipotecario y sus bonos estaban en propiedad de los fondos de jubilación y hasta del gobierno de China y su quiebra, por tanto, supondría un levantamiento de masas a escala global.

Henry Merritt “Hank” Paulson Jr., nombrado por George Bush Secretario del Tesoro de Estados Unidos, miembro del Directorio de Gobernadores del Fondo Monetario Internacional y que previamente había desempeñado el cargo de Presidente Ejecutivo de Goldman Sachs, decidió entrar con rapidez e intervenir las dos GSE. Al parecer el Presidente Bush le había dicho “la primera vez que el sonido se escuche sea la cabeza contra el suelo”.

El 6 de septiembre de 2008, James Lockhart, director de la Federal Housing Finance Agency (FHFA), anunciaba que Fannie Mae y Freddie Mac quedaban colocadas bajo la tutela de la FHFA en una de las intervenciones del gobierno sobre los mercados financieros privados más radicales de las últimas décadas. FHFA señalaría que no había planes para liquidar la compañía. Ben Bernanke, Presidente de la Reserva Federal, apoyaría esta medida. El compromiso del Gobierno de los Estados Unidos fue prestar un apoyo a las dos GSE con un máximo de 200.000 millones de dólares.

Además de la tutela del gobierno por un total de 238.000 millones de dólares, varias agencias del gobierno tomarían medidas para aumentar la liquidez en Fannie Mae y Freddie Mac. Entre estas se incluyen: 23.000 millones de la Reserva Federal en deuda de GSE (de un potencial de \$ 100 mil millones) y 53.000 millones en valores

hipotecarios respaldados por GSE-held (de un potencial de 500.000 millones). La Reserva Federal compraría también 24 mil millones de dólares en deuda de GSE; el Departamento del Tesoro compraría 14.000 millones de dólares en acciones GSE (de un potencial de \$ 200 mil millones), y el Departamento del Tesoro compraría 71.000 millones en valores respaldados por hipotecas; la Reserva Federal extendió la tasa de crédito principal para los préstamos a las GSE.

Se ha dicho que Fannie Mae y Freddie Mac poseían o garantizaban la mitad de las deudas hipotecarias en Estados Unidos, un total de 5 billones de dólares y por ello lo que se produjo fue la mayor intervención gubernamental en el mercado privado en la historia del país, la cual se explica por la profunda interrelación de ambas empresas con el sistema financiero, en grado tal que el fracaso de cualquiera de ellas podría causar grandes trastornos en los mercados financieros y en todo el mundo.

En los días en que esta operación se resolvía o inmediatamente después, el 11 de septiembre de 2008, Lehman Brothers anunciaba que está buscando activamente su venta después de informar unas pérdidas de 4.000 millones de dólares.

Lehman Brothers Holdings Inc. era una firma mundial de servicios financieros considerada el cuarto mayor banco de inversión en los EE.UU. detrás de Goldman Sachs, Morgan Stanley y Merrill Lynch que negociaba en banca de inversión, de capital y de renta fija de ventas y de comercio -en especial en títulos del Tesoro de EE.UU.-, estudios de mercado, gestión de inversiones, de capital privado y banca privada.

Lehman Brothers tenía una vieja historia desde que Henry Lehman, hijo de un comerciante de ganado y él mismo gran comerciante de algodón, abrió su primera sucursal en Nueva York, entrando en el negocio de asesoramiento financiero. Su nieto Robert Lehman asumiría la dirección de la empresa durante 44 años fusionándose la empresa de banca de inversión con American Express en 1984. Lehman había prestado grandes cantidades para financiar sus inversiones, muchas de ellas en activos relacionados con la vivienda. Ha de tenerse en cuenta que, como banco de inversión, no estaba sujeto a las mismas normas que los bancos de depósito.

Lehman era una entidad financiera de hipotecas Freddie Mac en las operaciones de préstamos no garantizados con vencimiento el 15 de septiembre de 2008.

En agosto de 2007 la empresa había cerrado su filial BNC Mortgage dedicada a los préstamos subprime y la continua crisis de las hipotecas le hizo enfrentarse a unas continuas pérdidas sin precedentes, perdiendo las acciones el 73% de su valor el primer semestre de 2008 y en agosto ya había noticias de que el Korean Development Bank estaba considerando la compra de Lehman, cuyas acciones cayeron un 45% el 9 de septiembre de 2008. El banco anunciaría unas pérdidas de 3.900 millones de dólares y nuevamente aparecieron noticias de conversaciones con Bank of America y Barclays para la posible venta de la compañía si bien se negaron a comprar toda la compañía, mientras que los principales bancos de Wall Street se reunían para evitar el fracaso.

El 15 de septiembre de 2008, la empresa se declaró inmersa en Capítulo 11 de protección de bancarrota tras el éxodo masivo de la mayoría de sus clientes, las pérdidas drásticas en sus acciones, y la devaluación de sus activos por las agencias de calificación crediticia. Ello marcó la mayor quiebra en la historia de EE.UU., y se cree que han jugado un papel importante en el desarrollo de la crisis financiera mundial.

A la 1 de la madrugada del lunes 15 de septiembre de 2008, Lehman Brothers Holding anunciaba la declaración de quiebra cifrando la cantidad de 613.000 millones de deuda bancaria y 115.000 millones en bonos y activos. Las acciones cayeron más del 90%. Inmediatamente comenzaría el proceso de desintegración de la firma.

El 16 de septiembre Barclays anunció la adquisición de una parte de Lehman, transacción que finalmente fue aprobada y posteriormente adquirió las oficinas centrales de Lehman. Por su parte Nomura Holdings acordó la compra de la división asiática de Lehman y parte de la división de Europa y un par de firmas de capital privado compraron la mayor parte de su negocio de gestión de inversiones.

Al mismo tiempo y ante la expectativa de los inversionistas de un anuncio de bancarrota de Merrill Lynch, el Bank of America anunciaba la compra de esta empresa por 50.000 millones de dólares, en una operación que crearía la más grande institución financiera

privada del mundo. En el último año, Merrill Lynch había registrado pérdidas de más de 40.000 millones de dólares

El 17 de septiembre de 2008 la Reserva Federal de Estados Unidos anunciaba la puesta en marcha de un paquete de rescate para salvar de la bancarrota a American International Group (AIG) la mayor aseguradora de Estados Unidos.

AIG figuraba como líder mundial de seguros y servicios financieros, extendiendo su red por más de 130 países. Sus clientes eran particulares, instituciones y empresas y en los Estados Unidos AIG es el actor más importante en el sector de seguros comerciales e industriales, cotizando en las bolsas de Nueva York, Zúrich, París y Tokio.

La Reserva Federal compraría American International Group adquiriendo el 79,9% de sus activos, lo que significa que el gobierno asumiría casi el 80% del control de la empresa, y concediéndole un préstamo de 85.000 millones de dólares para evitar su quiebra, en la intervención económica más importante de la Reserva Federal en sus 100 años de su historia. Cabe destacar que esta compañía patrocinaba al club de fútbol inglés Manchester United F.C.

El Presidente de la Reserva Federal Ben Bernanke se reuniría el 17 de septiembre de 2008 con el secretario del Tesoro, Henry Paulson, para pedir a los miembros del Congreso un plan de rescate del sistema bancario del país autorizado por el Congreso. Semanas más tarde, el Congreso aprobaría la Ley de Estabilización Económica de Emergencia de 2008. Bernanke dijo a Paulson aquel 17 de septiembre, “No podemos seguir haciendo esto. Tanto porque en la Reserva Federal no tiene los recursos necesarios y por razones de legitimidad democrática, es importante que el Congreso de entrar y tomar el control de la situación”

También se producían especulaciones sobre el futuro de otros dos bancos estadounidenses, Morgan Stanley y Washington Mutual. El diario *The New York Times* citó fuentes anónimas que aseguraban que Washington Mutual dio inicio a un proceso de subasta para su posible venta.

En este mismo mes de septiembre, el banco Berkshire Hathaway, anunciaba la compra del 9% de las acciones del banco de

inversiones Goldman Sachs por un monto de 5,000 millones de dólares. *The Wall Street Journal*, por su parte, informaba que tanto el gigante financiero Citigroup como Wells Fargo estaban interesados en la compra.

Por otro lado informes de otros medios en EE.UU. señalan que Morgan Stanley, el segundo banco del país que vio caer el precio de sus acciones un cuarto sólo durante la jornada del miércoles, estaba en conversaciones con Wachovia para su posible venta. Asimismo las acciones del banco de inversiones Goldman Sachs también cayeron, esta vez un 14%.

El 18 de septiembre el banco británico Lloyds TSB anunció la compra de su rival Halifax Bank of Scotland (HBOS) por 21.800 millones de dólares para salvarlo de la quiebra. Este mismo día la Reserva Federal de EU, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra y el Banco Nacional Suizo anunciaron el aporte de un capital con valor de 180.000 millones de dólares para hacer frente a la falta de liquidez en los mercados financieros.

El 22 de septiembre de 2008 Mitsubishi UFJ, el mayor banco de Japón, anuncia la compra de hasta el 20% de las acciones de Morgan Stanley, de un total de 9.000 millones de dólares. Asimismo, Nomura, la mayor firma de corretaje japonesa, según ya hemos recogido, comunicaba que llegó a un acuerdo para comprar las operaciones de Lehman Brothers.

La Reserva Federal exigió a Morgan Stanley y Goldman Sachs que transformaran sus estructuras y se convirtieran en entidades de banca tradicional en el marco del plan de rescate diseñado por el Gobierno de Estados Unidos, es decir, abandonar su negocio de banca de inversión, para que pudieran acceder a los fondos de la FED y mantenerse regulados por ella. De este modo podrían tomar depósitos de inversionistas y estar protegidos por la Reserva Federal.

Al mismo tiempo, el Washington Mutual, el mayor banco de ahorro y préstamo de EU, es intervenido y subastado por el gobierno federal, al desplomarse el precio de sus acciones debido al gran número de créditos hipotecarios de alto riesgo que poseía.

Presionado por la gran crisis bancaria, el gobierno británico nacionaliza el banco Bradford & Bingley (B&B), mientras que el banco franco-belga Dexia recibe ayuda estatal y en EU, Wachovia pasa a manos de Citigroup, su principal rival.

## LA RESPUESTA NORMATIVA<sup>31</sup>

Las primeras en reaccionar ante los problemas detectados en el mercado interbancario en el verano de 2007 fueron, lógicamente, las autoridades monetarias. La Reserva Federal, en colaboración con otros bancos centrales, puso en marcha numerosas medidas orientadas a controlar la crisis y a estimular el mercado financiero.

En este sentido, entre el 18 de septiembre de 2007 y el 30 de abril de 2008, se redujo el tipo de interés de referencia del 5,25 por 100 al 2% y se incrementó notablemente las operaciones de mercado abierto, con el objeto de asegurar el acceso de los bancos a nuevos fondos. Así, por ejemplo, aumentó la cantidad de los Term Auction Facility (TAF) de 60 a 100.000 millones mensuales, para proveer liquidez a corto plazo, y flexibilizó las condiciones de apalancamiento y riesgo necesarias para acceder al crédito.

Estas facilidades se mantendrán, en principio, hasta enero de 2009. Ante el agravamiento de la crisis en el mes de septiembre de 2008, como hemos mencionado, la FED acordaría una nueva rebaja de tipos de interés hasta el 1 por 100. Paralelamente a estas medidas, el Congreso de los Estados Unidos desarrolló otras iniciativas destinadas fundamentalmente a mejorar la regulación financiera, mantener la renta disponible y evitar el aumento de las ejecuciones hipotecarias. Por un lado, aprobaría mayores competencias supervisoras para la FED e incrementó la regulación sobre la banca de inversión, incrementando los límites de reservas de capital.

Desde el punto de vista de la política fiscal se pondría en marcha un importante número de medidas legislativas. La primera de estas leyes fue la Economic Stimulus Act, aprobada por el Congreso el 7 de febrero de 2008 y que entró en vigor el 28 de abril. Esta Ley

---

<sup>31</sup> La exposición más sintética de este proceso puede encontrarse en Alberto Nadal Belda, "La crisis financiera de Estados Unidos", en *Boletín económico de ICE*, nº 2953, del 21 al 30 de noviembre de 2008.

consistía fundamentalmente en el reembolso de impuestos para las familias de rentas bajas y medias, en incentivos fiscales para motivar la inversión privada y en un incremento en los límites establecidos a las hipotecas que podían ser adquiridas por entidades de carácter semipúblico como Fannie Mae o Freddie Mac.

El coste total de la medida ascendía a 168.000 millones de dólares para 2008 con una carga adicional de otros 124 millardos para los próximos 10 años. La otra de las medidas fue la ya referida Housing and Economic Recovery Act, aprobada por el Congreso el 24 de julio y que buscaba fundamentalmente recobrar la confianza del mercado doméstico de hipotecas. Para ello, autorizaba a la Administración Federal de Vivienda (Federal Housing Administration) a garantizar hasta 300.000 millones de dólares en nuevas hipotecas a 30 años concedidas a los antiguos prestatarios, siempre y cuando los prestamistas recogieran en sus balances al menos el 90 por 100 de su valor. Por otro lado, intentaba reforzar la confianza en Fannie Mae y Freddie Mac, inyectándoles capital y reformando la regulación sobre este tipo de instituciones.

Sin embargo, ante los acontecimientos de septiembre de 2008, las autoridades financieras de todo el mundo reaccionaron con diversas propuestas dirigidas a recuperar la confianza en un sistema financiero en estado de coma. La magnitud y el grado de intervencionismo sin precedentes de las medidas es muestra de lo grave de la situación y de la seriedad con la que, ahora sí, las autoridades económicas se enfrentan a la misma.

El 18 de septiembre de 2008, el secretario del Tesoro norteamericano, Henry Paulson, anunció un plan de intervención para permitir a las instituciones financieras deshacerse de los activos tóxicos de sus balances y devolver la confianza y la liquidez a los mercados. Este plan consistía en la creación de una agencia gubernamental, similar a la Resolution Trust Corporation, creada en los años ochenta durante la crisis de las cajas de ahorro, que compraría los activos dañados a la banca y luego los vendería mediante subasta en los mercados.

El plan otorgaba al Tesoro plenos poderes, durante dos años, para comprar y vender las inversiones vinculadas a hipotecas impagadas que estaban en manos de los bancos. Estas medidas suponían un desembolso de 700.000 millones de dólares, y elevaban el techo de la deuda pública a 11,3 billones de dólares.

El lunes 29 de septiembre de 2008, el plan fue votado por primera vez en la Cámara de Representantes, y rechazado con 205 votos a favor y 228 en contra. Todo ello, a pesar de las presiones del propio Secretario del Tesoro, del Presidente de la reserva Federal, y del de la SEC, Christopher Cox, que comparecieron ante el Senado demandando una actuación inmediata, ante la parálisis del mercado interbancario. El resultado negativo de la votación puso de manifiesto que el plan despertaba serias dudas en miembros de ambos partidos.

Los republicanos que rechazaron la medida, se oponían a otorgar un poder tan amplio al Ejecutivo y a dar luz verde a la elevadísima emisión de deuda que implicaría el plan. Proponían, como alternativa, un cambio en la norma contable y una rebaja de los impuestos a las empresas. Los demócratas, por su parte, reclamaban mayor apoyo a los propietarios de las viviendas y un mayor control de las remuneraciones de los directivos de las empresas financieras.

El bloqueo agravó la congelación del mercado interbancario y repercutió muy negativamente en las principales plazas bursátiles. Ante el rechazo de la Cámara de Representantes y como paso intermedio, el 1 de Octubre, se decidió presentar el plan a la aprobación del Senado, realizando algunas modificaciones en su contenido, entre las que destacaron el incremento de los seguros de depósito desde los 100.000 a los 250.000 dólares y la inclusión de un paquete de exenciones fiscales que ascendía a 150.000 millones de dólares. En la Cámara Alta, el plan fue aprobado con 74 votos a favor y 25 en contra.

El viernes 3 de octubre, el plan fue presentado de nuevo en la Cámara, donde fue aprobado con 273 votos a favor y 171 en contra. La ley, en su forma final, otorgaba gran flexibilidad al Tesoro, que podía comprar deuda o acciones directamente a una entidad, si lo creía necesario. La ley contemplaba un mecanismo para la compra de activos de subasta inversa y permitía a la Reserva Federal pagar intereses a los bancos por los depósitos que debían mantener en el banco central en cumplimiento de la normativa financiera.

A pesar de la aprobación del plan de rescate financiero, los analistas y los propios mercados bursátiles mostraron su escepticismo ante su verdadera eficacia. La principal crítica, apoyada por ilustres académicos como Zingales o Rajan, consistía en considerar que el

Plan Paulson no actuaba sobre la raíz del problema, es decir, sobre la descapitalización de las entidades financieras. Por el contrario, la compra de activos sólo conducía a una recapitalización de forma indirecta, incierta y lenta. Sin una pronta recapitalización, el desapalancamiento bancario continuaría y el crédito otorgado a la economía real seguiría disminuyendo.

Paralelamente, los países europeos también llevaron a cabo sus propias acciones de rescate. Gran Bretaña anunció el 8 de octubre el plan que se ha convertido en referente para todos los demás. La medida, suponía la nacionalización parcial de los más importantes bancos del país mediante la compra de acciones por valor de 50.000 millones de libras. Además, el Gobierno británico, proponía una inyección directa de capital a los bancos por valor de 200.000 millones de libras en créditos a corto plazo para asegurar su liquidez y ofrecía una garantía de 250.000 millones de libras para garantizar el interbancario.

El Plan Brown sí estaba más próximo a las demandas de actuación respaldadas por el mundo académico y el propio sector financiero. El 12 de octubre, la Zona Euro, en contra de sus posiciones iniciales, acordaba un plan de rescate coordinado para dinamizar el sistema financiero. La estrategia se inspiraba sustancialmente en la medida británica, complementada por las medidas tomadas por otros Estados miembros, y suponía un aumento considerable de la intervención pública en el mercado financiero.

Ante el éxito de las medidas aprobadas en Europa, el Tesoro norteamericano decidió aproximar su plan de rescate financiero a la iniciativa británica, aprovechando la flexibilidad que le otorgaba el marco acordado. Para ello, la Administración dedicaría un total de 250.000 millones de dólares a la recapitalización bancaria. Por un lado, inyectaría capital en los bancos comprando acciones o activos y, por otro, garantizaría durante un tiempo el préstamo interbancario. Nueve grandes bancos del país aceptaron la entrada del Gobierno en su accionariado.

Paralelamente a todas estas iniciativas, la propia industria y las instituciones financieras han buscado sus propias alternativas para reajustar el mercado, principalmente a través de refinanciación de deudas y modificación de las cargas financieras. Aunque todas estas acciones apenas alcanzaron al 1 por 100 del valor de las hipotecas

subprime. Durante 2008, la Administración Bush creó la Hope Now Alliance, que buscaba reducir las ejecuciones hipotecarias mediante acuerdos entre bancos y deudores. Por su parte, los bancos continuaron buscando capital en los mercados mediante la reducción parcial de dividendos y la obtención de capital a través de fondos soberanos. Se estima que estos fondos aportaron al mercado el año pasado más de 69 millardos de dólares.

### **LOS PLANES DE RESCATE FINANCIERO: LA LEY DE ESTABILIZACIÓN ECONÓMICA DE EMERGENCIA DE 3 DE OCTUBRE DE 2008**

Octubre de 2008 sería un mes realmente duro en el marco de la crisis financiera. El 3 de octubre de 2008 el presidente de Estados Unidos, George W. Bush, promulgaría la referida Ley de Estabilización Económica de Emergencia mediante la cual se canalizarían 700.000 millones de dólares al mercado financiero.

Esta medida buscaba ayudar tanto a los bancos fuertes para que ofrezcan préstamos nuevamente, como a aquellas instituciones bancarias que presentan dificultades, con el fin de que logren estabilizarse. Los bancos beneficiados serían Citigroup, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Wells Fargo, JPMorgan Chase, Bank of America, Merrill Lynch, State Street, Bank of New York Mellon Corp.

El secretario del Tesoro de Estados Unidos, Henry Paulson, usaría el dinero para comprar muchas de las deudas hipotecarias incobrables. En su discurso de 28 de septiembre de 2008, Paulson declararía en relación a la Ley de Estabilización Económica de Emergencia de 2008:

*“Doy las gracias a mis colegas en ambos lados del pasillo por su ardua labor durante un muy corto periodo de tiempo para elaborar una legislación fuerte que nos permitirá fortalecer nuestros mercados financieros y promover el flujo de crédito a las empresas y los consumidores que es tan vital para nuestra economía por el crecimiento y la prosperidad.*”

*Este proyecto de ley proporciona las herramientas necesarias para desplegar hasta un máximo de \$ 700 millones para hacer frente a las necesidades urgentes en nuestro sistema financiero, ya sea mediante la compra de activos en dificultades en general, asegurando los activos en dificultades, o evitar el potencial riesgo sistémico o fracaso de una gran institución financiera.*

*Estoy seguro de que esta legislación nos ofrece la flexibilidad necesaria para impulsar nuestros mercados financieros y aumentar la capacidad de nuestras instituciones financieras para entregar el crédito que ayudará a crear puestos de trabajo. Estamos tomando las medidas necesarias para estar listos y comenzar la aplicación de esta legislación tan pronto como sea firmado.*

*Los contribuyentes recibirán acciones de los bancos rescatados. Si los bancos se recuperan, los contribuyentes hasta podrían obtener ganancias, pero si los contribuyentes pierden, el resto del sector de servicios financieros deberá hacerse cargo del costo del rescate. Los altos ejecutivos de las entidades financieras que se beneficien con el plan tendrán límites en sus salarios y las indemnizaciones millonarias estarán prohibidas.*

*Los bancos estarán obligados a adherirse a un sistema de seguro que los protegerá contra las pérdidas de los títulos que se sustentan en hipotecas.*

*Se crearán cuatro agencias para controlar el dinero otorgado a los bancos y se espera que eventualmente, el Tesoro pueda vender la cartera de deudas "malas" una vez que el mercado hipotecario se estabilice y que, quizás, hasta pueda obtener una ganancia en la transacción".*

El 5 de octubre el alemán Hypo Real Estate (HRE), la segunda financiera hipotecaria más grande de Alemania y uno de los bancos más importantes de Europa, estuvo cerca del colapso tras el fracaso de

las negociaciones para rescatarlo. Al día siguiente el Ministerio de Finanzas de Alemania informaba que el gobierno y un grupo de bancos alcanzaron un acuerdo sobre un plan de 70.000 millones de dólares para rescatarlo. Ese mismo día el banco francés BNP Paribas acordaba comprar el 75% de las operaciones en Bélgica y Luxemburgo del grupo financiero europeo Fortis, uno de los mayores del continente.

El día 10 de octubre, los principales bancos centrales del mundo anunciaban un recorte coordinado de las tasas de interés, en un intento por contener la crisis financiera y el domingo 13 de octubre los líderes de los 15 países de la zona euro acordaron en París, un plan de acción contra la crisis financiera, que prevé que los estados recapitalicen instituciones en riesgo y garanticen préstamos interbancarios.

Por su parte el gobierno británico anunciaría al día siguiente que inyectaría 60,000 millones de dólares con lo que controlará el 60% del Royal Bank of Scotland y un 40% de la fusión entre Lloyds TSB y HBOS. También como parte de la estrategia para contener la crisis financiera, el gobierno de Estados Unidos a partir de agosto de 2007, implementó reducciones a la tasa de interés, la cual cayó de un 5.2% que tenía en 2006 a 0.25% en diciembre de 2008. A pesar de ello, la crisis financiera no cedió.

A partir de octubre de 2008, varios gobiernos anunciaron medidas para enfrentar la crisis financiera. El objetivo de todas ellas, en general, es evitar el colapso de las instituciones financieras, descongelar el crédito y los mercados de dinero, y asegurar la capitalización de los préstamos interbancarios así como la capitalización de los bancos.

En Alemania se implementó un plan con un respaldo de 548.900 millones de dólares en garantías a los bancos. 109.000 millones de dólares corresponden propiamente a nacionalización de activos con el objetivo de salvar a la banca nacional e hipotecaria como Hypo Real State que se encontraba al borde de la quiebra por tener una fuerte inversión en deuda “contaminada”. Las garantías tendrán un plazo límite hasta el 31 de diciembre de 2009.

Por su parte el gobierno francés implementó un plan de garantías para los préstamos interbancarios por 400.000 mdd, además

de un fondo de 54.890 mdd para tomar participaciones en las compañías financieras, lo que es prácticamente una nacionalización de sus activos. El objetivo es garantizar los préstamos interbancarios y posibilitar la intervención estatal en las entidades con problemas de liquidez.

Asimismo, el gobierno del Reino Unido utilizó 63.950 mdd para convertirse en el mayor accionista de Royal Bank of Scotland (RBS), el Halifax Bank of Scotland (HBOS) y el Lloyds TSB. También suministró 350.000 mdd en garantías para que los bancos consigan créditos privados y hasta 400.000 mdd en préstamos a corto plazo a los bancos.

Todo esto con el fin de sostener el funcionamiento del sistema bancario dado de la mayoría de los bancos británicos tuvieron pérdidas considerables por las caídas en los mercados con la consecuente falta de liquidez y una fuerte resistencia a prestarse entre ellos, por el temor de no poder recuperar el dinero.

En Bélgica y Luxemburgo, el 75% de las acciones de Fortis, fueron adquiridos por el banco francés BNP Paribas por un monto de 32.000 mdd, mientras que los gobiernos de ambos países conservaron una porción minoritaria. En Holanda, el gobierno tomó el control total de las operaciones de Fortis en un acuerdo valorado en más de 23.000 mdd.

Lo anterior con el objetivo de sacar del colapso a la empresa financiera Fortis, ya que su quiebra hubiera provocado la bancarrota de otras instituciones bancarias europeas, pues la institución cuenta con activos valuados en cientos de miles de millones de dólares y 65,000 empleados en todo el mundo.

En España se aplican cerca de 70.000 mdd en un fondo al que podrán acceder los bancos españoles con el objetivo de dotar de liquidez al sistema bancario y aliviar la incertidumbre global que provoca que los bancos no se presten entre sí ni a personas y empresas. (Banco de España, Informe trimestral de la economía española, octubre 2008)

En Islandia con el fin de evitar el derrumbe de toda la economía del país, se anunció un programa de rescate de cercar de 20.000 mdd adicionales a los recursos que destino el gobierno para

nacionalizar los bancos más grandes del país que habían perdido un gran porcentaje de su valor. El gobierno compró el 75% de las acciones de Glitnir, el tercer banco del país, por 600 millones de euros (878 millones de dólares) para conservar la estabilidad en el mercado ante la falta de liquidez. Asimismo, nacionalizó el Banco Kaupthing y el Banco Landsbanki. Con lo que quedaron en manos del gobierno los tres bancos más grandes del país.

El gobierno ruso también implementó un plan de rescate por 36.400 mdd en préstamos a largo plazo para las instituciones bancarias, con el objetivo de reactivar el crédito interbancario ya que la bolsa de valores de Moscú tuvo fuertes caídas que afectaron la liquidez de sus bancos

Por su parte, el Banco Central de Japón tuvo que inyectar otros 14.400 millones de dólares a su sistema monetario en momentos en que los mercados bursátiles de Asia continúan con una pronunciada tendencia hacia la baja a consecuencia de los problemas financieros en Estados Unidos. Aún así el índice Nikkei de Tokio cayó 3,1% y el principal indicador bursátil en Corea del Sur se desplomó 3% en el inicio de las cotizaciones. En el resto de Asia los bancos centrales aportarían unos 33.000 millones de dólares en los mercados de dinero en un intento por calmar las preocupaciones de los inversionistas y asegurar la inyección de fondos. Sin embargo el índice Hang Seng de Hong Kong cayó por debajo de los 17.000 puntos, es decir, un desplome del 4%.

A lo largo del mes de octubre se producirían diversas situaciones de la Reserva Federal. En la primera de ellas, producida el 6 de octubre, la Reserva Federal anunciaría que la Fed pagaría intereses sobre los saldos de las instituciones de depósito de reservas obligatorias. Asimismo la FED anunciaría la creación de la Commercial Paper Funding Facility (CPFF), para proporcionar un respaldo de liquidez a los emisores de papel comercial de EE.UU. a través de instrumental especial que comprará papel comercial a tres meses no garantizados y respaldados por activos, directamente de los emisores elegibles.

Entre otras actuaciones la Reserva Federal anunciaría el 8 de octubre su autorización al Banco de Reserva Federal de Nueva York a tomar prestado hasta 37.800 millones dólares en el grado de inversión, valores de renta fija de American International Group (AIG) a cambio

de una garantía en efectivo. Unos días después anunciaría la aprobación de una solicitud por Wells Fargo & Co. para adquirir Wachovia Corporation y aumentaría las líneas de swap con los bancos centrales extranjeros.

Por su parte el Tesoro de Estados Unidos anunció la puesta a disposición de las Instituciones financieras de Estados Unidos de 250.000 millones dólares. Esta facilidad permitirá a las organizaciones bancarias para solicitar un stockinvestment preferido por el Tesoro de EE.UU.. Nueve organizaciones financieras grandes anunciarían su intención de suscribirse a la instalación por un monto total de 125 millones de dólares

En este mismo mes, el 21 de octubre la Reserva Federal anunciaría la creación del Mercado Monetario inversores Funding Facility (MMIFF). En virtud del mecanismo, el Banco de Reserva Federal de Nueva York proporciona fondos garantizados senior a una serie de vehículos especiales para facilitar la compra de activos de inversores elegibles, como los fondos de mercado monetario de EE.UU. Entre los activos de la planta se va a comprar certificados de EE.UU. en dólares de depósitos y papeles comerciales emitidos por instituciones financieras altamente clasificadas con un vencimiento de 90 días o menos.

Al día siguiente, el 22 de octubre, la Reserva Federal anunciaría que va a modificar la fórmula utilizada para determinar la tasa de intereses pagados a las instituciones depositarias de Fondos de encaje en exceso. La tasa de reservas requerida será igual a la tasa objetivo medio de los fondos federales durante el período de mantenimiento de reservas. La tasa sobre los saldos en exceso será igual a la tasa más baja de destino del FOMC en vigor durante el período de mantenimiento de reservas.

Ocho instituciones financieras recibieron fondos el 28 de octubre de 2008: Bank of America Corporation, Bank of New York, Mellon Corporation, Citigroup Incorporated Goldman Sachs Group Incorporated JPMorgan Chase & Company Morgan Stanley State Street Corporation Wells Fargo y Compañía. Otros 44 también

recibieron fondos a través de las compras realizadas entre el 14 de noviembre de 2008 y el 21 de noviembre de 2008.<sup>32</sup>

A estas alturas, la confianza del consumidor había caído a su mínimo histórico desde que el Conference Board comenzó a registrar la confianza del consumidor en 1967. La Reserva Federal recortaría el 29 de octubre las tasas de interés en medio punto tratando de evitar una recesión económica. Como ya veremos posteriormente, la crisis se había generalizado en las instituciones financieras europeas. A primeros de octubre el Presidente francés estimaba que un plan de rescate de las instituciones financieras europeas costaría 300.000 millones de euros y el Tesoro británico anunciaría un paquete de 500.000 millones de libras de rescate, realizando días después una recapitulización de emergencia de 37.000 millones.

El ex Presidente de la FED, Alan Greenspan, admitiría que se había equivocado parcialmente en su enfoque de la intervención del sector bancario.<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup> Bank of Commerce Holdings; 1st FS Corporation; UCBH Holdings, Incorporated; Northern Trust Corporation; SunTrust Banks, Incorporated; Broadway Financial Corporation; Washington Federal, Incorporated; BB&T Corporation; Provident Bancshares Corporation; Umpqua Holdings Corporation; Comerica Incorporated; Regions Financial Corporation; Capital One Financial Corporation; First Horizon National Corporation; Huntington Bancshares; KeyCorp; Valley National Bancorp; Zions Bancorporation; Marshall & Ilsley Corporation; US Bancorp; TCF Financial Corporation; Ameris Bancorp; Associated Banc-Corp; Banner Corporation / Banner Bank; Boston Private Financial; Cascade Financial Corporation; Centerstate Banks of Florida Incorporated; City National Corporation; Columbia Banking System Incorporated; First Community Bancshares Incorporated; First Community Corporation; First Niagara Financial Group; First Pctrust Bancorp Incorporated; Heritage Commerce Corporation; Heritage Financial Corporation; Hf Financial Corporation; Nara Bancorp Incorporated; Pacific Capital Bancorp; Porter Bancorp Incorporated; Severn Bancorp Incorporated; Taylor Capital Group; Trustmark Corporation; Webster Financial Corporation; Western Alliance Bancorporation.

<sup>33</sup> En un ejercicio de cinismo o de falta de responsabilidad, Alan Greenspan testimoniaría ante el Committee of Government Oversight and Reform (October 23, 2008) lo siguiente (extractos): [...] “Given the financial damage to date, I cannot see how we can avoid a significant rise in layoffs and unemployment. Fearful American households are attempting to adjust, as best they can, to a rapid contraction in credit availability, threats to retirement funds, and increased job insecurity. [...] The \$700 billion Troubled Assets

Relief Program is adequate to serve that need. Indeed the impact is already being felt. Yield spreads are narrowing. As I wrote last March: those of us who have looked to the self-interest of lending institutions to protect shareholder's equity (myself especially) are in a state of shocked disbelief. Such counterparty surveillance is a central pillar of our financial markets' state of balance. If it fails, as occurred this year, market stability is undermined. What went wrong with global economic policies that had worked so effectively for nearly four decades? The breakdown has been most apparent in the securitization of home mortgages. The evidence strongly suggests that without the excess demand from securitizers, subprime mortgage originations (undeniably the original source of crisis) would have been far smaller and defaults accordingly far fewer. But subprime mortgages pooled and sold as securities became subject to explosive demand from investors around the world. These mortgage backed securities being "subprime" were originally offered at what appeared to be exceptionally high risk-adjusted market interest rates. But with U.S. home prices still rising, delinquency and foreclosure rates were deceptively modest. Losses were minimal. [...] Uncritical acceptance of credit ratings by purchasers of these toxic assets has led to huge losses. It was the failure to properly price such risky assets that precipitated the crisis. In recent decades, a vast risk management and pricing system has evolved, combining the best insights of mathematicians and finance experts supported by major advances in computer and communications technology. A Nobel Prize was awarded for the discovery of the pricing model that underpins much of the advance in derivatives markets. This modern risk management paradigm held sway for decades. The whole intellectual edifice, however, collapsed in the summer of last year because the data inputted into the risk management models generally covered only the past two decades, a period of euphoria. Had instead the models been fitted more appropriately to historic periods of stress, capital requirements would have been much higher and the financial world would be in far better shape today, in my judgment. When in August 2007 markets eventually trashed the credit agencies' rosy ratings, a blanket of uncertainty descended on the investment community. Doubt was indiscriminately cast on the pricing of securities that had any taint of subprime backing. As much as I would prefer it otherwise, in this financial environment I see no choice but to require that all securitizers retain a meaningful part of the securities they issue. This will offset in part market deficiencies stemming from the failures of counterparty surveillance. There are additional regulatory changes that this breakdown of the central pillar of competitive markets requires in order to return to stability, particularly in the areas of fraud, settlement, and securitization. It is important to remember, however, that whatever regulatory changes are made, they will pale in comparison to the change already evident in today's markets. Those markets for an indefinite future will be far more restrained than would any currently contemplated new regulatory regime. The financial landscape that will greet the end of the crisis will be far

Greenspan declararía estar en shock y no poder creer cómo los bancos y las empresas financieras no se vigilaron y controlaron a sí mismas, que es con lo que él y otros encargados de supervisión en el Gobierno habían contado. También piensa que se trató de un error de previsión "un 60% del tiempo estuvimos acertados y lo hicimos realmente bien, fallamos en el otro 40%".

Aunque ha asimilado parte de su culpa, Greenspan no se arrepiente de ninguna de las decisiones tomadas durante su mandato, "estoy sorprendido porque estas ideas económicas han funcionado excepcionalmente durante más de 40 años" añadió Greenspan.

Durante el período en el que Greenspan encabezó la Reserva Federal se aceleró en Estados Unidos la eliminación de regulaciones, y disminuyó la aplicación de las que quedaron en pie, mientras en los mercados financieros se multiplicaron novedosos "instrumentos" de especulación.

En palabras de Greenspan, "Si no hubiera habido una demanda excesiva de los tituladores, los inicios de hipotecas subprime, innegablemente la fuente original de la crisis, habrían sido mucho menores y, consecuentemente, los incumplimientos de pagos mucho menores" añadiendo que "El consecuente aumento de la demanda global de valores estadounidenses subprime de parte de los bancos, los fondos de cobertura y de pensiones, respaldado por calificaciones positivas poco realistas de parte de las agencias de crédito fue, en mi opinión, el centro del problema".

Por su parte el ex secretario del Tesoro John Snow coincidió con que el riesgo había estado infravalorado, en todo el mundo. Agregó que los riesgos de los mercados hipotecarios fueron ocultados en parte por irregularidades contables de Fannie Mae y Freddie Mac.

---

different from the one that entered it little more than a year ago. Investors, chastened, will be exceptionally cautious. Structured investment vehicles, Alt-A mortgages, and a myriad of other exotic financial instruments are not now, and are unlikely to ever find willing investors. Regrettably, also on that list are subprime mortgages, the market for which has virtually disappeared. Home and small business ownership are vital commitments to a community. We should seek ways to reestablish a more sustainable subprime mortgage market. "

Greenspan instó a que se exija que los titulizadores retengan "una parte significativa" de los valores que emiten. Sostuvo que sería necesaria una reforma regulatoria en las áreas de fraude, compensación y titulación para restablecer la estabilidad financiera.

Estas manifestaciones son absolutamente diferentes de las realizadas por el presidente del banco de la Reserva Federal de Nueva York, Timothy Geitner quien predijo que las consecuencias del caso serían nefastas. Y, precisamente, fue esa eventualidad la causa de que entidades bancarias muy serias como el Deutsche Bank y el JP Morgan Chase, ya en 2006 empezaran a frenar la aceptación de CDO.<sup>34</sup>

El 10 de noviembre de 2008 La Reserva Federal y el Departamento del Tesoro de EE.UU. anunciarían una reestructuración de la ayuda financiera del gobierno a AIG. El Tesoro compra de \$ 40 millones de dólares de acciones preferentes de AIG en el marco del programa TARP, una parte de los cuales se utilizarán para reducir préstamo de la Reserva Federal a AIG de \$ 85 millones a US \$ 60 mil millones.

Los términos del préstamo serían modificados para reducir la tasa de interés a la LIBOR a tres meses más 300 puntos básicos y alargar el plazo del préstamo de dos a cinco años. La Reserva Federal también se autoriza al Banco de Reserva Federal de Nueva York para establecer dos centros de los nuevos préstamos para AIG: La Residential Mortgage-Backed Securities Fondo prestará hasta 22,5 mil millones dólares a una compañía de responsabilidad recién formado limitada (LLC) para comprar MBS residenciales AIG, la Collateralized Debt Obligations Fondo prestará hasta \$ 30 mil millones a una recién formada LLC para comprar CDO de AIG.

El Departamento del Tesoro de los Estados Unidos anunciaría un nuevo programa simplificado de modificación de préstamo con la cooperación de la Agencia Federal de Financiamiento de la Vivienda (FHFA), el Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano, y la alianza HOPE NOW y el propio Secretario del Tesoro Paulson manifestaría formalmente que el Tesoro había decidido no usar fondos

---

<sup>34</sup> Ramón Tamames, "Para salir de la crisis global. Análisis y Soluciones" (2009), Editorial EDAD, Madrid.

TARP<sup>35</sup> para comprar activos ilíquidos relacionados con hipotecas de instituciones financieras.

Tres grandes compañías de seguros de vida de EE.UU se proponen utilizar fondos TARP: Lincoln National, Hartford Financial Services Group y Genworth Financial anunciaron sus intenciones de compra de los prestamistas / depósitos y por lo tanto califica como sociedades de ahorro y préstamo para acceder a los fondos TARP.

En estas circunstancias, el 12 de noviembre de 2008, el Secretario del Tesoro, Henry Paulson, abandonaría el plan establecido para comprar activos tóxicos, decidiendo que la restante cantidad del fondo sería mejor utilizarla en la recapitalización de las instituciones financieras.

El 15 de noviembre de 2008 se celebraría una Cumbre Internacional en Washington, para reinventar el sistema financiero internacional. Los líderes acordaron cooperar en lo que respecta a la crisis financiera global y se emitió una declaración en relación con los objetivos de corto y medio plazo y acciones consideradas necesarias para el apoyo y la reforma de la economía internacional.

La sesión inicial, a la que asistieron los líderes del G-20 estableció una hoja de ruta de las reformas propuestas, que sería objeto de seguimiento en los próximos meses por el desarrollo de propuestas concretas, incluida una completa reforma de las Instituciones de Bretton Woods.

Citigroup Inc., multinacional estadounidense de servicios financieros con sede en Nueva York, se había formado en 1998 a

---

<sup>35</sup> Troubled Asset Relief Program comúnmente conocido como TARP, o PCR, es un programa del gobierno de Estados Unidos para comprar activos y acciones de instituciones financieras para fortalecer su sector financiero, y que fue firmado como ley por el presidente George W. Bush el 3 de octubre de 2008. Es el componente más importante de las medidas del gobierno en 2008 para hacer frente a la crisis de las hipotecas subprime. Originalmente se esperaba que costara al gobierno de EE.UU. unos 356.000 millones, pero según las estimaciones más recientes del costo, al 30 de septiembre de 2010, se ha reducido el monto alrededor de \$ 50 mil millones. Esta cifra es significativamente menor que el costo a los contribuyentes de la crisis de Ahorros y préstamos a finales de 1980. El costo de esa crisis ascendió hasta el 3,2% del PIB durante la era Reagan/Bush, mientras que el porcentaje del PIB del costo de la crisis actual se estima en menos del 1%

partir de uno de los mayores fusiones del mundo en la historia mediante la combinación del gigante bancario Citigroup y el conglomerado financiero Travelers Group. La entidad había establecido la mayor red mundial de servicios financieros, abarcando 140 países con cerca de 16.000 oficinas en todo el mundo y empleando aproximadamente 260.000 personas en todo el mundo.

Constituida como uno de los cuatro grandes bancos en los Estados Unidos, junto con Bank of America , JP Morgan Chase y Wells Fargo, cuenta con más de 200 millones de cuentas de clientes en más de 140 países y se había convertido en un distribuidor principal de los valores del Tesoro de Estados Unidos. Sus principales accionistas son los fondos de Oriente Medio y Singapur.

La fuerte exposición a las hipotecas con problemas en forma de obligación de deuda colateralizada (CDO), agravada por mala gestión del riesgo llevó a Citigroup a tener graves problemas como consecuencia de la crisis de las hipotecas subprime, situación que se agravó en 2008. La compañía había utilizado modelos matemáticos del riesgo para analizar las hipotecas en zonas geográficas concretas, pero no incluía la posibilidad de una crisis nacional de vivienda, o la perspectiva de que millones de titulares de hipotecas tuvieran dificultades para pagarlas.

A medida que la crisis hipotecaria comenzaba a desplegarse, Citigroup anunció el 11 de abril de 2007, que eliminaría 17.000 puestos de trabajo, o cerca del 5 por ciento de su fuerza de trabajo, en una amplia reestructuración diseñado para reducir costos y reforzar su bajo rendimiento de acciones de largo. Por entonces, Citigroup entendía que sus problemas con sus CDO eran pequeños (menos de 1 / 100 del 1%) excluyéndolos de su análisis de riesgos. Con el empeoramiento de la crisis, Citigroup anunciaría el 7 de enero de 2008 que estaba considerando la posibilidad de corte a 10 por ciento de otro 5 por ciento de su fuerza de trabajo, que ascendieron a 327.000 personas.

Citigroup sufrió enormes pérdidas durante la crisis financiera mundial de 2008 y habría de ser rescatada por el gobierno de los EE.UU en noviembre de 2008 con un paquete de estímulo masivo.

El 27 de febrero 2009, Citigroup anunció que el gobierno tendría un 36% la equidad participación en la empresa mediante la

conversión de \$ 25 billones en ayuda de emergencia en acciones comunes, la participación se redujo al 27% después de que Citigroup vendió \$ 21 mil millones de acciones ordinarias y la equidad en la más grande de la única venta de acciones en la historia de EE.UU.

Citigroup tenía a finales de 2008, 20.000 millones de valores vinculados con hipotecas, la mayoría de los cuales han sido rebajados a entre 21 centavos y 41 centavos de dólar, y así mismo tenía miles de millones de dólares de compra y préstamos corporativos, enfrentándose a posibles pérdidas masivas de automóviles, hipotecas y préstamos de tarjetas de crédito si la economía empeoraba.

En noviembre de 2008, Citigroup se declaraba insolvente, a pesar de haber recibido 25.000 millones dólares en fondos federales TARP como dinero de rescate. El 17 de noviembre de 2008, Citigroup anunciaría planes de recorte de cerca de 52.000 empleos y muchos altos ejecutivos serían despedidos.

El rescate sería de 306.000 millones de dólares, seguido de 20.000 millones de dólares en recapitalización tras haber recibido anteriormente una suma de 25.000 millones. El acuerdo con el Gobierno se lograría en la tarde del 23 de noviembre de 2008. En una declaración conjunta por el Departamento del Tesoro, la Reserva Federal y la Federal Deposit Insurance Corp se anunció que con estas transacciones, el gobierno de EE.UU. estaba tomando las medidas necesarias para fortalecer el sistema financiero y proteger a los contribuyentes de EE.UU. y la economía de Estados Unidos.

Más adelante, el 16 de enero de 2009, Citigroup anunciaría su intención de reorganizarse en dos unidades operativas: por su negocio de banca minorista, la inversión y el y Citi Holdings, para su bolsa y de activos. Citicorp gestión y Citigroup continuarían operando como una sola empresa. El 27 de febrero de Citigroup anunciaría que el gobierno de los Estados Unidos estaría tomando un participación del 36% en la empresa mediante la conversión de 25.000 millones de ayuda de emergencia en acciones ordinarias, lo que supuso que las acciones de Citigroup cayeran un 40%.

La Reserva Federal anunciaría el 25 de noviembre de 2008 un nuevo programa para comprar obligaciones directas de las viviendas relacionadas con las empresas patrocinadas por el gobierno (GSE), Fannie Mae, Freddie Mac y de Bancos Federales de Préstamos para Viviendas y MBS respaldados por las GSE. Las compras de hasta 100

millones de dólares en obligaciones directas GSE se llevarían a cabo las subastas entre los concesionarios de la Reserva Federal de primaria. Las compras de hasta 500 millones de dólares en MBS se llevará a cabo por los gestores de activos.

Por su parte, el Departamento del Tesoro anunciaría el 5 de diciembre de 2008 compras por con un total de 4.000 millones en acciones preferentes de 35 bancos de EE.UU. en el marco del Programa de Compra de Capital y más tarde, el 12 diciembre volvería a repetir la compra por valor de 6.25 mil millones en acciones preferentes en 28 bancos de EE.UU. en el marco del Programa de Compra de Capital.

Hemos de recordar que el 4 de noviembre de 2008, Barack Obama, ganó las elecciones presidenciales de los Estados Unidos, obteniendo el 64.9% de los votos electorales y convirtiéndose en el presidente número 44 de los Estados Unidos de América. Tomaría posesión de sus funciones como el 20 de enero de 2009.

El equipo de transición del presidente electo Barack Obama se comprometería, acompañado de los funcionarios del Departamento del Tesoro, a reunirse con los líderes del Capitolio para ayudar a la administración Bush a acceder a la segunda mitad del paquete de rescate financiero de 700.000 millones dólares. Paralelamente el Congreso estaba debatiendo un plan de rescate para los grandes fabricantes de automóviles –Chrysler, Ford y General Motors-, que solicitaban 34.000 millones de dólares

La Reserva Federal aprobaría el 24 de diciembre de 2008 las solicitudes de GMAC LLC y IB Finance Holding Company, LLC (IBFHC) para convertirse en holdings bancarios y la conversión de GMAC Bank, una compañía de préstamos industriales de 33 mil millones dólares a un banco comercial. GMAC Bank era una subsidiaria directa de IBFHC y una subsidiaria indirecta de GMAC LLC.

El Departamento del Tesoro de Estados Unidos anunciaría la compra de 5.000 millones en acciones de GMAC como parte de su programa para ayudar a la industria nacional del automóvil, comprometiéndose a prestar hasta 1.000 millones a General Motors para que pudiera participar en una oferta de derechos de GMAC en apoyo de la reorganización de GMAC como un holding bancario."

En los últimos días del año la Reserva Federal anunciaría que a principios de enero de 2009 comenzaría a comprar valores respaldados por hipotecas respaldadas por Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae en el marco de un programa previamente anunciado, en efecto, el 5 de enero de 2009 comenzaría la referida compra de valores de renta fija respaldados por hipotecas garantizadas por Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae.

La Reserva Federal anunciaría el 7 de enero dos cambios en el mercado de dinero Funding Facility (MMIFF) que: 1) ampliar el conjunto de instituciones elegibles para participar en el MMIFF y 2) reducir el rendimiento mínimo de los activos elegibles para ser vendidos a la MMIFF.<sup>36</sup>

El Presidente Bush solicitaría al Congreso una financiación del TARP por un importe de 350.000 millones de dólares. El Troubled Asset Relief Program comúnmente conocido como TARP, o PCR, es un programa del gobierno de Estados Unidos para comprar activos y acciones de instituciones financieras para fortalecer su sector financiero, y que fue firmado como ley por el presidente George W. Bush el 3 de octubre de 2008. Es el componente más importante de las medidas del gobierno en 2008 para hacer frente a la Crisis de las hipotecas subprime.<sup>37</sup>

---

<sup>36</sup> El mecanismo de financiación (MMIFF) fue diseñado para proporcionar liquidez a los inversores de EEUU del mercado de dinero. Bajo el MMIFF, el Federal Reserve Bank de Nueva York podría proporcionar los fondos asegurados de alto nivel para una serie de vehículos especiales para facilitar un apoyo a la industria por iniciativa del sector privado y para financiar la compra de activos de los inversores.

<sup>37</sup> TARP permite al Departamento del Tesoro de Estados Unidos comprar o garantizar hasta 700 mil millones de dólares de "activos problemáticos", definidos como "(A) hipotecas residenciales o comerciales y cualquier valor, obligaciones u otros instrumentos que se basan en o se relacionan con tales hipotecas, que en cada caso se originó o se emitió en o antes del 14 de marzo 2008, la compra de los cuales el Secretario determine promueva la estabilidad del mercado financiero, y (B) cualquier otro instrumento financiero que el Secretario, con previa consulta con el Presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, determine la compra del cual sea necesaria para promover la estabilidad del mercado financiero, pero sólo en transmisión de dicha determinación, por escrito, a los comités apropiados del Congreso. " A partir del 09 de febrero 2009, \$ 388 mil millones habían sido asignados, y

El 9 de enero 2009 el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos anunciaría compras por un total de 4.800 millones en acciones preferentes de 43 bancos de EEUU en el marco del Programa de Compra de Capital.

La Junta de Gobierno de la Reserva Federal anunciaría el 30 de enero de 2009 una política para evitar las ejecuciones hipotecarias, relativas a determinados activos hipotecarios residenciales, controladas o propiedad del Banco de la Reserva Federal. La política se desarrollaría de conformidad con el artículo 110 de la Ley de Estabilización Económica de Emergencia.

Aquel mismo día, el Departamento del Tesoro anunciaría compras por un total de 1.150.000 millones en acciones preferentes de 42 bancos de EEUU en el marco del Programa de Compra de Capital.

El programa TALF, Term Asset-Backed Securities Loan Facility, había sido creado por la Reserva Federal de EEUU para estimular los préstamos de crédito al consumo. El programa fue anunciado el 25 de noviembre de 2008 para apoyar la emisión de valores respaldados por activos (ABS) colateralizados por préstamos estudiantiles, préstamos para automóviles, tarjetas de crédito y

---

296 mil millones gastados, según el Committee for a Responsible Federal Budget. Entre el dinero comprometido, incluye:

\$ 250 mil millones para comprar acciones de los bancos de capital a través del programa Capital Purchase (\$ 195 mil millones gastados);

\$ 40 mil millones para comprar acciones preferentes de American International Group (AIG), entonces, entre las 10 mejores empresas de EE.UU., a través del programa Systemically Significant Failing Institutions (\$ 40 mil millones gastados);

\$ 20 mil millones para respaldar las pérdidas en las que el Banco de la Reserva Federal de Nueva York podría incurrir dentro de el Term Asset-Backed Securities Loan Facility (no utilizado);

\$ 40 mil millones en compras de acciones de Citigroup y Bank of America (\$ 20 mil millones cada uno) a través del programa Targeted Investment (\$ 40 mil millones gastados)

\$ 12.5 mil millones en garantías de préstamos para Citigroup (\$ 5 mil millones de dólares) y Bank of America (7,5 mil millones) a través del programa Asset Guarantee (no utilizado);

\$ 25 mil millones en préstamos a los fabricantes de automóviles y sus brazos financieros a través del programa Automotive Industry Financing (\$ 21 mil millones gastados)

préstamos garantizados por la Administración de Pequeños Negocios (SBA).

A través de dicho programa el Federal Reserve Bank de Nueva York prestaría hasta 1 billón de dólares (aunque la previsión original era de 200.000 millones) a los titulares de ciertos AAA ABS respaldados por nuevos préstamos. Como los fondos del programa TALF no se originan en el Tesoro de los EEUU el programa no requirió de la aprobación del Congreso estadounidense para desembolsar los fondos, pero una ley del Congreso obligaría a la Fed a revelar cómo se empleó el dinero.

El 10 de febrero de 2009 el nuevo secretario del Tesoro estadounidense, Timothy Geithner, anunciaría los detalles del Plan de Estabilidad Financiera, que en realidad es una modificación del TARP de Paulson. Por este Plan se creará un fondo público, que tendrá gestión compartida con el sector privado, y al que se destinarán 500.000 millones de dólares iniciales, presupuesto que podría ampliarse a un billón de dólares.

Esta iniciativa unida al programa TALF, según explicaría el secretario del Tesoro, restablecería el mercado de crédito secundario, reduciría los costes de los préstamos y contribuiría a que el crédito fluyese de nuevo.

El presidente del Consejo Económico Nacional, Lawrence Summers, había adelantó la medida que se estaba planteando el Gobierno estadounidense de crear un fondo de ayuda a los bancos, que sería financiado en parte con capital privado, a través del que absorber los activos tóxicos de las entidades. Geithner confirmaría ambos aspectos, teniendo por tanto el sector privado una participación importante en dicho plan.

Por otra parte, el Tesoro estadounidense anunciaría que destinará 50.000 millones de dólares del TARP para frenar los procesos de ejecución de hipotecas. El Gobierno de Barak Obama manifiesta que hará todo lo que esté a su alcance para suavizar y suavizar el fuerte impacto de la severa crisis inmobiliaria que estaba afectando al conjunto de la economía.

En cuanto a los bancos, los beneficiados de la cuantiosa ayuda, tendrían según Geithner mayores restricciones, así se

anunciaría la intención de limitar el pago de dividendos, restringir las operaciones corporativas y poner tope a las retribuciones de los directivos.

Resumamos de nuevo esta importante acción por la que Reserva Federal anunciaba que estaba dispuesta a ampliar el TALF de hasta 1 billón de dólares y ampliar los activos admitidos como garantía para incluir valores respaldados por hipotecas comerciales AAA, marcas privadas residenciales respaldadas por valores de hipotecas y otros títulos respaldados por activos. La expansión del TALF contaría con 100 millones de dólares del Programa TARP. La Reserva Federal anunciará que el TALF comenzaría sus operaciones a finales del mes de febrero.

Continuando con la ayuda a las instituciones financieras, el 13 de febrero 2009 el Departamento del Tesoro anunció compras de acciones preferentes de 29 bancos de EEUU por un total de 429 millones de dólares en el marco del Programa de Compra de Capital.

En una versión final resultante de las negociaciones de la Cámara de Representantes y el Senado y con la colaboración de las dos cámaras del Congreso, el 13 de febrero de 2009 era votada y aprobada en votación nominal la Ley de Reinversión y Recuperación de Estados Unidos de 2009 -American Recovery and Reinvestment Act of 2009 (ARRA)-, popularmente conocida como the Stimulus o The Recovery Act constituida como una ley pública federal aprobada por el 111.º Congreso de los Estados Unidos, que sería firmada por el presidente Barack Obama el 17 de febrero.

La Ley de Recuperación de Estados Unidos y la Ley de Reinversión tenían por objeto proporcionar un estímulo para la economía de los EE. UU. a raíz de la recesión económica provocada por la crisis de hipotecas subprime y la consiguiente carestía de crédito.

El proyecto de ley incluye recortes de impuestos federales, la ampliación de las prestaciones de desempleo y otras disposiciones de bienestar social, y el gasto nacional en educación, salud, e infraestructura, incluyendo el sector de la energía. La nueva ley 1071 también incluye numerosos artículos no-económicos relacionados con la recuperación de elementos que fueron parte de planes a más largo plazo, por ejemplo, una limitación de las compensaciones a los

ejecutivos en el gobierno federal con ayuda de los bancos añadido el senadores republicano Barney Frank y el demócrata Chris Dodd.

La propuesta de acción del Gobierno es mucho mayor que la Ley de Estímulo Económico de 2008, que principalmente iba referida a controlar la reducción de impuestos. Esta ley incluye una variedad de medidas de gasto y recortes de impuestos destinados a promover la recuperación económica.

El Departamento del Tesoro de EEUU publicaría el 17 de febrero de 2009 su primera encuesta mensual de los préstamos bancarios por los 20 principales receptores de inversión pública a través del Programa de Compra de Capital. La encuesta ponía de manifiesto que los bancos seguían refinanciándose y renovando los préstamos desde el inicio del programa en octubre y diciembre de 2008.

El 18 de febrero de 2009, Barack Obama anunciaría un plan, “Iniciativa de Estabilidad para los Propietarios” para ayudar a nueve millones de hogares a pagar sus hipotecas. Esta iniciativa estará dotada con 275.000 millones de dólares y las ayudas para el rescate de Fannie Mae y Freddie Mac se elevarían a 400.000 millones de dólares

Esta iniciativa se encuadra en el objetivo de evitar que unos nueve millones de hogares pudieran sufrir la ejecución hipotecaria de sus hogares. De esta cantidad, 75.000 millones servirán para rebajar sensiblemente los costes mensuales de las hipotecas de las familias más asfixiadas por la falta de liquidez. Según el Presidente norteamericano “El plan no sólo ayuda a los propietarios responsables que están al borde del incumplimiento de sus hipotecas, también evitará que vecindarios y comunidades sean arrastrados al límite”

El presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, anunciaría que las intervenciones para contrarrestar la disfunción de los mercados de crédito habían sido llevadas a cabo “de forma responsable”, de modo que “el riesgo de crédito asociado con nuestras medidas no tradicionales es excepcionalmente bajo”.

A finales de 2008, más del 9% de los préstamos hipotecarios habían registrado alguna demora en sus pagos o habían sido ejecutados, según la Asociación de Banca Hipotecaria estadounidense. No obstante, según Credit Suisse, ocho millones de hogares, el 16%

de todas las familias hipotecadas, podrían ver ejecutadas sus hipotecas hasta 2012. Con el paquete de medidas anunciado por el Presidente se podría ayudar a cuatro o cinco millones de “responsables propietarios” a refinanciar sus hipotecas y rebajar el riesgo de impago de otros tres o cuatro millones de ciudadanos.

Además, el Tesoro estadounidense doblará el importe de las ayudas a las entidades hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac, víctimas de la crisis de las hipotecas basura 'subprime'. Así, la dotación del rescate de ambas entidades se multiplica de 100.000 a 200.000 millones de dólares para cada una a cambio de más acciones preferentes para el Estado. El Departamento del Tesoro había puesto bajo tutela estatal a ambas compañías en septiembre de 2008 para evitar su bancarrota, lo que hubiera producido un terremoto mucho mayor del sufrido hasta ahora por el sistema financiero porque ambas sustentaban más del 40% de la deuda hipotecaria del país.

El entonces secretario del Tesoro, Henry Paulson había argumentado que el que ambas entidades pasaran a ser controlada por la Agencia Federal Financiera de Casas (FHFA), era, “la mejor manera de proteger a nuestros mercados y a los contribuyentes del riesgo provocado por la situación financiera actual”

El plan utiliza 50.000 millones del fondo de rescate financiero de 700.000 millones de dólares, aprobado el año pasado, 200.000 millones de dólares autorizados por el proyecto de ayuda inmobiliaria del año pasado y 25.000 millones de dólares de las empresas de financiamiento inmobiliario Fannie Mae y Freddie Mac.

Los principales elementos de este plan eran los siguientes:

Refinanciación de hipotecas: Permitirá refinanciar a entre cuatro y cinco millones de propietarios "responsables" que contrajeron una hipoteca a 30 años a tasas fijas con una relación préstamo-valor del 80% o inferior para que estén al día con sus pagos.; El programa permitiría que hipotecas garantizadas o en poder de Fannie Mae y Freddie Mac sean refinanciadas, reduciendo así los pagos mensuales.

Menos coste mensual de la hipoteca: La iniciativa pretende ayudar a entre tres y cuatro millones de propietarios "en riesgo", que estén pasando dificultades para pagar sus hipotecas por causa de la recesión; El programa va destinado a propietarios con una alta deuda

hipotecaria comparada con sus ingresos o a aquellos con hipotecas cuyo valor sea mayor que el precio de mercado de la propiedad; La moratoria no es una condición para optar al beneficio, y la ayuda está destinada sólo a los propietarios-habitantes que se queden en sus casas; Los deudores con obligaciones de deuda total altas, que excedan el 55% de sus ingresos, deben entrar a programas de asesoramiento de deuda de consumo para ayudar a reducir las deudas de compras de autos, tarjetas de crédito y otras para que puedan recibir modificaciones;

El Tesoro estadounidense compartirá el costo de reducir los pagos hipotecarios con los prestamistas. Los acreedores deben acordar reducir las tasas de interés para que los pagos mensuales no sean mayores a un 38% del ingreso de los deudores. El Tesoro equilibrará esas reducciones dólar-por-dólar para bajar los pagos a un 31 por ciento de los ingresos.

Los prestamistas deben acordar mantener los pagos modificados sin variación por cinco años; Las compañías de servicios hipotecarios recibirán incentivos, incluyendo un honorario de 1.000 dólares por cada modificación exitosa bajo el programa, y hasta 3.000 dólares en tres años si el deudor se mantiene al día. Los propietarios de las hipotecas recibirán también 1.500 dólares y los proveedores de servicios hipotecarios recibirán 500 dólares si las modificaciones son hechas antes de que un deudor caiga en mora. Los deudores recibirán hasta 1.000 dólares en reducciones del capital cada año si se mantienen al día con los pagos en el préstamo modificado.

El Tesoro y la Corporación Federal de Seguros de los Depósitos Bancarios (FDIC, por sus siglas en inglés) crearán un fondo de seguros de 10.000 millones de dólares para proteger a los deudores contra las bajas en el precio de las casas como medios de evitar las ejecuciones.

Finalmente, según hemos dicho, se apoya a Fannie Mae y Freddie Mac duplicando el Tesoro sus compromisos de financiamiento con Fannie Mae y Freddie Mac a 200.000 millones de dólares cada uno bajo un mecanismo de compra de acciones preferentes lanzado el año pasado y permitiendo que los portafolios de hipotecas retenidas de Fannie y Freddie se incrementen bajo los acuerdos de entre 50.000 y 90.000 millones cada una. Además el Gobierno trabajará con Fannie y

Freddie, para apoyar a las agencias de financiamiento hipotecario estatales a ayudar a los compradores de propiedades.

Un plan presentado por el gobierno de Obama en abril de 2009, que fue diseñado para estabilizar la economía de EE.UU. durante la crisis financiera de 2008-2009. El Plan de Estabilidad Financiera (FSP) se comprometió a tomar medidas para consolidar el sistema bancario estadounidense, los mercados de valores, hipotecas y los mercados de crédito al consumo. Este plan de algo controvertido fue una respuesta a las consecuencias de 2008 en la hipoteca y los mercados financieros.

El Plan de Estabilidad Financiera (FSP) se estima que costará al contribuyente estadounidense cerca de \$ 1 billón. El FSP se comprometió a crear un nuevo "público-privado" de fondos gubernamentales para absorber los activos tóxicos y apalancar el capital privado para estimular los mercados financieros. Asimismo, el objetivo de normalizar aún más el sistema bancario y proporcionar capital a las instituciones de crédito inestable. Una iniciativa de los créditos de consumo-negocio se incluyó también a restaurar el crédito de consumo para los prestatarios estable.

El 2 de marzo de 2009 el Departamento del Tesoro y la Reserva Federal anunciaron una reestructuración de la asistencia del gobierno de American International Group (AIG) que arrastraría un déficit 61.700 millones, la mayor pérdida corporativa en la historia de Estados Unidos, después de sufrir los efectos de los préstamos incobrables. Bajo la reestructuración, AIG recibiría hasta 30.000 millones de capital adicional de la Troubled Asset Relief Program (TARP). Intercambiando el Departamento del Tesoro sus 40.000 millones dólares de acciones preferentes acumulativas de AIG por nuevas acciones preferidas con nuevos términos que se asemejan más a acciones comunes.

Para entonces la crisis económica es ya un hecho constatado por el hundimiento de las ventas globales de la industria del automóvil y el aumento de la tasa de desempleo que para Estados Unidos en el mes de febrero estaba ya en el 8,1%. Ben Bernanke, Presidente de la Reserva Federal desde el 1 de febrero de 2006, manifestaría el 10 de marzo que “el mundo está sufriendo la peor crisis financiera desde la década de 1930” y que “es probable que la economía mundial se contraiga por vez primera en las últimas décadas”.

La Reserva Federal de Estados Unidos manifestaría el 18 de marzo que compraría cerca de 1,2 billones de dólares de deudas de préstamos para impulsar y promover la recuperación económica a través de una serie de subastas competitivas, comprando, por vez primera, bonos del Tesoro de EEUU de largo plazo, así como más títulos hipotecarios y de deuda.

Con ello pretendía reducir los tipos de interés a largo plazo, que determinan el costo de los préstamos hipotecarios, de consumo y de las empresas. Con el anuncio, el dólar caería un 2% frente al euro si bien la bolsa de Wall Street se disparó al alza y su índice ganó más de un 2% de forma inmediata.

La Reserva Federal y el Departamento del Tesoro realizarían el 23 de marzo una declaración conjunta sobre los roles apropiados de cada uno durante la actual crisis financiera y en el futuro, y sobre las medidas necesarias para garantizar la estabilidad financiera y monetaria. Los cuatro puntos de acuerdo son: 1) El Tesoro y la Reserva Federal continuarán cooperando en la mejora del funcionamiento de los mercados de crédito y fomentar la estabilidad financiera, 2) La Reserva Federal debe evitar el riesgo de crédito y la asignación de crédito, que están en la provincia de las autoridades fiscales 3) La necesidad de preservar la estabilidad monetaria, y que las acciones de la Reserva Federal en la búsqueda de la estabilidad financiera no deben limitar el ejercicio de la política monetaria según sea necesario para fomentar el máximo empleo sostenible y la estabilidad de precios, y 4) La necesidad de un amplio régimen para las instituciones financieras sistémicamente crítica. Además, el Tesoro va a tratar de eliminar las instalaciones de Maiden Lane de la hoja de balance de la Reserva Federal.

Este mismo día, los Estados Unidos anunciarían los detalles de un plan para comprar hasta 1 billón de dólares de activos tóxicos para ayudar a reparar el equilibrio de los bancos.

El 26 de marzo el Departamento del Tesoro presentaría un marco para la reforma integral de reglamentación que se centra en la contención de riesgos sistémicos en el sistema financiero. El marco de las llamadas para la asignación de responsabilidad sobre todas las empresas importantes del sistema y el pago crítica y los sistemas de liquidación de un regulador independiente sola.

El Grupo de Supervisión del Congreso publicó el 7 de abril de 2009 su informe mensual sobre el Troubled Asset Relief Program (TARP). Este informe, titulado "Evaluación del Tesoro de la Estrategia: Seis Meses del TARP", proporciona información sobre los gastos y compromisos hasta la fecha de los fondos TARP, evalúa la estrategia del Departamento del Tesoro para mejorar la condición y el funcionamiento de las instituciones financieras y mercados, y analiza las posibles alternativas de política.

El Tesoro continuaría realizando compras en acciones preferentes de bancos. El 10 de abril se da cuenta de la compra de un total de \$ 22,8 millones en acciones preferentes en 5 bancos de EE.UU. en el marco del Programa de Compra de Capital y el 17 de abril de la compra un total de 40,9 millones en acciones preferentes de 6 bancos de EEUU en el marco del Programa de Compra de Capital.

El 7 de mayo 2009 la Reserva Federal comunicaría los resultados de la supervisión del Programa de Evaluación de Capital "prueba de estrés" de las 19 mayores entidades bancarias de EE.UU. La evaluación concluye que las 19 empresas podrían perder 600 mil millones dólares durante el año 2009 y 2010 si la economía para seguir el escenario más adversas que se consideraron en el programa.

La evaluación también considera que nueve de las 19 empresas que ya tienen capital suficiente para mantener un nivel de capital superior a 6 por ciento del total de activos y capital social común por encima del 4 por ciento bajo el escenario más adverso. Diez empresas tendrían que agregar 185 mil millones dólares a su capital para mantener amortiguadores adecuados en el escenario más adverso. Sin embargo, las transacciones y los ingresos desde finales de 2008 han reducido a 75 millones el capital adicional que estas empresas deben aumentar con el fin de establecer el margen de capital previstas en el Programa.

Un holding bancario que necesitan para aumentar sus reservas de capital se requiere para desarrollar un plan detallado para ser aprobado por su supervisor primario en 30 días y para poner en práctica su plan para obtener capital adicional a principios de noviembre de 2009.

Freddie Mac y Fannie Mae seguían presentando graves pérdidas y déficits patrimoniales que serían cubiertas por el Tesoro.

Freddie Mac reportó un primer trimestre de 2009 la pérdida de 9.9 millones y un déficit patrimonial de 6.000 millones al 31 de marzo de 2009. El Director de la Agencia Federal de Financiamiento de la Vivienda (FHFA) presenta una solicitud al Tesoro de los EE.UU por un monto de 6.100 millones en su calidad de curador de Freddie Mac.

El 20 de mayo Gobierno ampliaría el programa de asistencia hipotecaria de 50 mil millones de dólares, con nuevas medidas con el objetivo de que algunos propietarios, que no cumplen con los requisitos para recibir otro tipo de ayuda, pierdan sus viviendas. De esta forma se aumentaba temporalmente la cobertura de seguro de depósitos de la FDIC de \$ 100,000 por depositante hasta \$ 250,000 por depositante. La nueva cobertura de las instituciones aseguradas por la FDIC expirará el 1 de enero de 2014, cuando el importe volverá a su nivel de estándar de \$ 100,000 por depositante para todas las categorías, excepto en cuenta IRA y otras cuentas de jubilación

El 5 de junio de 2009, el Presidente de Obama presentaría una propuesta para una reforma radical del sistema de regulación financiera de los Estados Unidos. Los principales componentes de la propuesta general incluían los siguientes aspectos:

- La consolidación de las agencias reguladoras, la eliminación de la Carta de ahorro nacional, y el nuevo Consejo de Supervisión para evaluar el riesgo sistémico;
- Regulación integral de los mercados financieros, incluida una mayor transparencia de los derivados;
- Reformas de protección del consumidor como una agencia de protección al consumidor y estándares uniformes para los productos, así como fortalecer la protección del inversor;
- Herramientas para la crisis financiera, incluyendo un "régimen de resolución" que complementa el existente Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) la autoridad para permitir el desmantelamiento ordenado de empresas en quiebra, y que incluye una propuesta de que la Reserva Federal (la "Fed") reciben la autorización de la Tesoro de otorgamiento de créditos en "circunstancias inusuales o extremas";

- Diversas medidas encaminadas a aumentar los estándares internacionales y la cooperación, incluyendo en este apartado fueron las propuestas relacionadas con la contabilidad mejorado y reforzado la regulación de las agencias de calificación crediticia .

La Reserva Federal emite el 10 de junio la primera de una serie continua de informes mensuales sobre su crédito y líneas de crédito. El informe proporciona información sobre los patrones de préstamos y garantías para muchas de crédito de la Reserva Federal y los programas de liquidez, incluyendo el número de prestatarios de los préstamos y las cantidades por tipo de institución, las garantías por tipo y calificación crediticia, y los datos sobre la concentración de los préstamos. El informe también incluye información sobre el uso de intercambio de liquidez por país, los ingresos trimestrales de clases importantes de activos de la Reserva Federal, y la distribución de activos y demás información sobre las sociedades de responsabilidad limitada creada para evitar los fracasos como los de Bear Stearns y American International Group (AIG).

El 17 de junio de 2009 el Departamento del Tesoro anuncia una importante propuesta para reformar el sistema de regulación financiera. La propuesta pide la creación de un Consejo de Supervisión de Servicios Financieros y de la nueva autoridad de la Reserva Federal para supervisar a todas las empresas que representan una amenaza para la estabilidad financiera, incluidas las empresas que no son propietarios de un banco. Esta será la base de la base o fundamento de la futura reforma de la ley Dodd-Frank Wall Street Act.

Nuevamente el departamento del Tesoro de EEUU anunciaba la compra de 84,7 millones en acciones preferentes de 10 bancos de EE.UU. en el marco del Programa de Compra de Capital.

La crisis económica está generalizada e incluye el desplome de las exportaciones y la intención de congelar los planes de pensiones y reducir los sueldos y, sobretodo, la deuda acumulada por los Gobiernos al tiempo que se incrementa el desempleo y se contrae la economía.

El Tesoro de EEUU propone el 30 de junio un proyecto de ley al Congreso que creara una nueva Agencia de Protección Financiera

del Consumidor. El proyecto de ley de transferencia de todas las funciones actuales de los consumidores la protección de la Reserva Federal, el Contralor de la Moneda, Office of Thrift Supervision, FDIC, FTC, y la National Credit Union Administration de la nueva agencia. Además, el Tesoro propone enmiendas a la Ley de la Comisión Federal de Comercio en lo que respecta a la coordinación con la propuesta de la Agencia de Protección Financiera del Consumidor.

La Reserva Federal propone el 23 de julio cambios significativos a la Regulación Z (Veracidad en los Préstamos) destinados a mejorar los accesos que reciben los consumidores en relación con las hipotecas de tipo cerrado y las líneas con garantía hipotecaria de crédito.

Entre otros cambios, la propuesta de la Junta, mejorar la divulgación de la tasa anual de las hipotecas cerrado y exigir a los prestamistas a mostrar a los consumidores la cantidad de sus pagos mensuales podrían aumentar para las hipotecas de tasa ajustable. La propuesta también prohíbe los pagos a un agente hipotecario o agente de préstamos que se basan en términos de un préstamo de tasa de interés o de otro tipo, y prohibir a los prestamistas de los consumidores se orienten a las operaciones que no son de su interés con el fin de aumentar la remuneración del prestamista.

El 12 de agosto de 2009 la Reserva Federal sugiere que lo peor de la recesión en Estados Unidos ha terminado manifestando Ben Bernanke, presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, que la mayor economía del mundo se acercaba a la recuperación. Pocos días después, el 25 de agosto, el Presidente Obama nombra a Ben S. Bernanke para un segundo mandato como Presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal. Bernanke anunciaría que iba a endurecer la política monetaria cuando la economía se recupere. Sin embargo Alan Greenspan anuncia el 9 de septiembre de 2009 que el mundo sufrirá otra crisis financiera.

La caída del dólar coincide con el aumento del precio del oro, que lograría el 6 de octubre un máximo histórico de 1.043,77 dólares por onza.

El Presidente Barack Obama acogería con satisfacción los planes para forzar a algunas empresas que aceptaron la ayuda del Gobierno durante la crisis financiera la reducción de los salarios de sus ejecutivos. La Reserva Federal emitiría el 22 de octubre una propuesta destinada a garantizar que las políticas de compensación de incentivos de las organizaciones bancarias no vayan en detrimento de la seguridad y solidez de sus organizaciones.

La propuesta incluye dos iniciativas de supervisión: La primera, aplicable a 28 grandes organizaciones (complejos de banca) revisará las políticas de cada empresa y prácticas para determinar su coherencia con los principios de compensación de incentivos de riesgo adecuadas establecidas en la propuesta. En segundo lugar, los supervisores revisarán las prácticas de compensación en la comunidad regional, y otras organizaciones bancarias no están clasificadas como grandes y complejas como parte del proceso ordinario, el examen centrada en los riesgos.

La confianza del consumidor había caído fuertemente en Estados Unidos tal como se constata a fines de octubre de 2009, creciendo los temores sobre las perspectivas de trabajo futuro. La tasa de desempleo en Estados Unidos se elevaba en octubre a 10,2%, la más alta desde abril de 1983. Mientras, en Europa, los préstamos bancarios a las empresas que operan en la zona del euro caían en septiembre por primera vez en la historia.

El 2 de diciembre de 2009 se proponía en la Cámara de Representantes por Bernie Frank y el Comité Bancario del Senado por Chris Dodd el proyecto de Ley que supondría el cambio más radical de la regulación financiera en los Estados Unidos desde la Gran Depresión, un cambio que afectaría a todas las agencias federales de regulación financiera y a toda la industria financiera del país.

La Cámara de Representantes de los Estados Unidos aprobaba el 10 de diciembre de 2010 los cambios más radicales en el sector financiero aprobando la propuesta referida que crearía un Consejo de Estabilidad Financiera y una Agencia de Protección al Consumidor Financiero. Quedaba pendiente la conciliación de la Cámara del Senado de las distintas versiones del proyecto de ley que finalizarían con la Dodd-Frank Wall Street Reform Act.

## LA INTERVENCIÓN DE LOS FONDOS SOBERANOS

Lo que al inicio de año 2009 parecía una leve amenaza al sistema bancario estadounidense terminaría por modificar la fisonomía de las finanzas mundiales.

La crisis de las hipotecas subprime dañó los balances y las cuentas de los principales bancos del mundo, que han tenido que ingeniárselas para proveerse de liquidez más allá de los mercados habituales. Países emergentes como China, Singapur o Emiratos Árabes han inyectado 21.700 millones de euros en las últimas semanas a entidades del calado de Morgan Stanley, UBS o Citigroup.

La última entidad en anunciar la entrada de un emergente a su capital ha sido el estadounidense Morgan Stanley. El mismo día en que anunció las mayores pérdidas trimestrales de su historia, 2.480 millones de euros, presentó al fondo soberano China Investment como nuevo socio. Este inversor se hará con el 9,9% del segundo banco de inversión de EE UU por 3.480 millones de euros a través de bonos convertibles que ofrecen un cupón anual del 9%. El bono americano a 10 años renta al 4%.

La espectacular revalorización de los precios del crudo permitió a los países productores amasar una ingente cantidad de reservas de divisa. Citigroup, el mayor banco americano por valor de activos, ha sido el destino de parte de ellas. En plena crisis, la Autoridad de Inversiones de Abu Dabi (Emiratos Árabes), el mayor fondo soberano del mundo con activos de 452.000 millones de euros, se hizo hace pocas semanas con el 4,9% del capital por 5.050 millones a través de bonos convertibles. Citigroup pagará un cupón fijo del 11%.

Sólo en el año 2009 las empresas chinas controladas por el Estado han invertido en grandes adquisiciones exteriores más de 12.000 millones de euros. Además de las mencionadas, destaca la entrada de ICBC en la entidad sudafricana Standard Bank Group por 3.915 millones de euros; de Citic Securities en Bear Stearns tras pagar 685 millones por el 6% del capital; y de China Investments en la firma de capital riesgo Blackstone con una inyección de 2.055 millones de euros.

El fondo de Singapur es un claro ejemplo del maná de liquidez con el que cuentan los países emergentes. Solo el GIC controla reservas extranjeras por valor de más de 100.000 millones de dólares, 69.570 millones de euros. También en ese país, el fondo Temasek posee el 17% del banco británico Standard Chartered, capitalizado en 26.334 millones de libras, y participaciones en compañías indias y del entorno, como PT Bank Internacional Indonesia, China Construction Bank y Bank of China, el segundo y tercer banco del país del sol naciente. La última operación, junto a otra entidad china, sería la toma de acciones de Barclays valoradas en 3.500 millones de euros.

Con el dinero que maneja el fondo de Abu Dabi (el mayor del mundo con unos 625.000 millones de dólares) se podrían comprar todas las empresas del Ibex 35 y todavía sobraría dinero como para adquirir algún gigante como Citigroup.

Las reservas chinas crecen en más de 1.000 millones de dólares al día y los expertos prevén que el fondo estatal podría recibir 200.000 millones de dólares cada año, hasta convertirse en el más grande del mundo.

El fondo soberano de China se constituyó con 200.000 millones de dólares y tiene ahora más de 70.000 millones para invertir en el exterior. Esta cantidad representa sólo una pequeña proporción de los 1,4 billones de dólares que el Gobierno chino acumula en reservas internacionales. La cifra está creciendo a tal ritmo que el gobierno se encuentra en ocasiones, incluso, con problemas para gestionar tanta liquidez.

La primera operación de este fondo fue la compra de un 10% del grupo estadounidense Blackstone, que supuso un cambio de tendencia en la inversión del gobierno chino. Hasta entonces se había destinado a valores seguros del tesoro estadounidense.

### **LA REFORMA DE LA SUPERVISIÓN FINANCIERA EN ESTADOS UNIDOS: LA LEY DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT**

En los Estados Unidos, cuya crisis financiera causó una verdadera conmoción, y en alguna medida contribuyó al desarrollo de la crisis financiera global, después de dos años de debate, el 15 de

julio de 2010 el Congreso americano dio luz verde a la mayor reforma en materia financiera desde los años 30 a través de la ley Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, firmada por el Presidente Obama el 19 de julio de 2010.

Se trata de una reforma global que alcanza todos los puntos críticos surgidos a raíz de la crisis<sup>38</sup>, siendo sus principales aspectos: Elevar los requerimientos de capital y liquidez; Fortalecer la regulación para las Instituciones sistémicamente importantes; Establecer una Autoridad de resolución para los intermediarios con problemas introduciendo nuevas reglas para las titulaciones y los Derivados, Proteger al consumidor y lograr una mayor protección internacional.

Para Douglas J. Elliott los principales puntos de reforma son los siguientes<sup>39</sup>:

1. Mayores requerimientos de capital para las instituciones financieras.
2. Requerimientos de liquidez más fuertes para las instituciones financieras.
3. Un mayor foco en riesgos sistémicos.
4. Regulación más fuerte de las instituciones sistémicamente importantes.
5. “Autoridad de resolución” expandida para que los reguladores puedan controlar instituciones financieras en problemas.
6. Una consolidación modesta de las funciones regulatorias.
7. Nuevas regulaciones para las titularizaciones.
8. Nuevas regulaciones para los derivados.

---

<sup>38</sup> Myriam Caro y Lara de Mesa, "La supervisión financiera europea (II): Evolución del proceso de reforma y consecuencias para el entorno, servicio de estudios y Public Policy- Banco Santander", en *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos* (2010)

<sup>39</sup> Douglas J. Elliot, "Evaluating the U.S. Plans for Financial Regulatory Reform" (2009), The Brookings Institution

9. Protecciones más fuertes del consumidor, guiadas por una nueva Agencia de Protección del Consumidor Financiero.

10. Mayor coordinación internacional.

El 21 de enero de 2010 el Presidente Obama haría dos propuestas: la primera, acoger lo que él mismo denominó la “regla Volcker”, en honor al antiguo director de la Reserva Federal, Paul Volcker. En breve, lo que la regla Volcker propone es que las entidades bancarias no puedan, para su propio beneficio, poseer, invertir o patrocinar fondos de cobertura, fondos privados de inversión u operaciones de trading no relacionados con la atención a sus clientes.

La racionalidad de la propuesta radica en que, si los bancos tienen privilegios especiales por manejar ahorro del público a la vista, entonces ellos no deben abusar de esos privilegios para acometer operaciones de alto riesgo. Ahora, si algunas entidades financieras quieren llevar a cabo operaciones de alto riesgo, bien pueden hacerlo, pero sin comprometer el ahorro del público y sin gozar de garantías especiales por parte del Estado.

La segunda propuesta fue la de prevenir una consolidación adicional del sistema financiero, extendiendo el techo a los depósitos, que ya existe para los bancos, a todas las formas de financiación empleadas por las grandes instituciones financieras. Desde 1994, en Estados Unidos un banco no podía captar más del 10 por ciento de los depósitos de todo el país.

En días anteriores el Presidente había hecho una tercera propuesta, que consiste en cobrar una tarifa a las grandes firmas financieras para pagar el rescate del que el sistema financiero ha sido objeto.

Obama había hecho estas propuestas con tono desafiante reclamando al sistema financiero norteamericano el cabildeo que está haciendo en el Congreso para impedir el paso de la reforma. “Si estos tipos quieren una pelea, es una pelea que estoy dispuesto a dar”, expresó. Algunos analistas han señalado que la regla Volcker sería volver a acoger la distinción que había entre bancos comerciales y bancos de inversión, establecida por la ley Glass- Steagall de 1933,

que fue la regulación esencial que Estados Unidos adoptó para superar la Gran Depresión de 1929.

Paralelamente a esta postura del Presidente norteamericano se producía la voluntad de regulación financiera planteada por el G20.

Las cuatro cumbres del G20, Washington 15 de noviembre de 2008, Londres 2 de abril de 2009, Pittsburg 25 de septiembre de 2009 y Toronto, 26 de junio de 2010, confirmaron la estrategia de los rescates bancarios y activaron una densa política de estudio a la demanda, diseñando un ambicioso programa de regulación financiera en el que se establecen como elementos fundamentales el aumento de la supervisión sobre la banca; la elevación de exigencias sobre su solvencia, Basilea III, la racionalización de las remuneraciones excesivas a sus directivos; la imposición de deberes de transparencia y límites a los productos “derivados”, la imposición de deberes de información y cooperación a los paraísos fiscales<sup>40</sup>; el control sobre

---

<sup>40</sup> La reunión del G.-20 de Londres planteó la cuestión de los paraísos fiscales. Dentro de la lucha contra los paraísos fiscales, uno de los temas que más preocupaba a la delegación francesa y alemana, se llegaría a un consenso para publicar una "lista de países no cooperantes". En respuesta a la petición de los países del G-20, la OCDE hizo pública la lista de los Estados que menos cooperan: Costa Rica, Uruguay, Malasia y Filipinas. Países, según indica la institución, que "no se han comprometido a respetar los estándares internacionales". Suiza, Bélgica, Luxemburgo y Austria, precisa, han retirado sus reservas sobre el levantamiento del secreto bancario en caso de fraude. "La era del secreto bancario ha terminado", aseguraría el documento final. "Esto es el principio del fin de los paraísos fiscales", ha añadido Brown, quien además ha adelantado un acuerdo para una inyección extra de 250.000 millones para favorecer el comercio, aunque ha reconocido, a preguntas de los periodistas sobre el aumento del proteccionismo, que en este campo queda mucho por hacer. El texto final insiste, como ya hizo el de la anterior cumbre en Washington, en fomentar el comercio internacional y la Ronda de Doha para la liberalización del comercio. El acuerdo se alcanzó tras duras negociaciones entre quienes daban prioridad a la regulación del sistema financiero internacional (sobre todo Francia y Alemania) y los que abogaban por estímulos fiscales para impulsar la economía (Reino Unido y Estados Unidos). Entre las medidas, Gordon Brown aseguraría que se ha llegado a un acuerdo para que el FMI pueda vender su oro para dedicarlo a ayudar a los países pobres y el presidente francés, Nicolás Sarkozy, se mostraría “feliz” por los acuerdos alcanzados más allá de lo "imaginado", sí parece que los países finalmente han superado sus diferencias que esta misma mañana aún

los fondos alternativos y de alto riesgo y; la reforma de la normativa reguladora de las agencias de calificación (rating).

Las Cumbres de Londres y Pittsburg ampliaron y profundizaron el tratamiento de estas materias, cuadruplicando el presupuesto del FMI y colocando en el centro de la gobernanza al Consejo de Estabilidad Financiera (FSB en sus siglas en inglés), creado en la Cumbre de Londres como sucesor del Foro de Estabilidad Financiera en el que España entraría a mediados de marzo.

Este Consejo contará con poderes ampliados para, en cooperación con el FMI, alertar de los riesgos macroeconómicos y financieros y tomar las acciones necesarias para actuar contra ellos. Además, esta agencia servirá para extender la regulación en los mercados, que cada país se compromete a estrechar. Por último, los países se proponen, "una vez esté asegurada la recuperación", asegurarse de que mejora la calidad y la consistencia del sistema bancario internacional y de que los bancos no se endeudan en exceso y aumentan sus provisiones en momentos de bonanza.

Antes de la cumbre de Toronto, proyectada para el 26 de junio de 2010, se especuló que no iba a ver el mismo resultado que las cumbres anteriores por cuanto una gran parte de los países entraron en recuperación de la recesión económica mundial después de las últimas cumbres del G-20

En la cumbre, el presidente de EE.UU., Barack Obama advirtió de que la recuperación mundial seguía siendo "frágil". Los líderes acordaron en la reducción de la deuda respecto al PIB de cada economía para el año 2016. El debate sobre la imposición de un impuesto sobre las instituciones financieras fue resuelto ya que el grupo decidió que las instituciones financieras tendrían que hacer contribuciones justas para recuperar los costos de la reforma del sector financiero, pero la forma en que contribuciones serían recogidas correspondería a cada gobierno. También se decidió que las instituciones serían obligadas a mantener una mayor cantidad de capital financiero en caso de futuras crisis financieras.

---

estaban patentes a pesar de las declaraciones en sentido contrario de unos y otros.

En una publicación del Fondo Monetario Internacional titulada Diez Mandamientos para el ajuste fiscal en las economías avanzadas, la organización insistió en que el gasto público equilibrado podría estabilizar los mercados de bonos, reducir las tasas de interés por debido a menos gastos del gobierno, y fomentar la inversión privada.

El 21 de julio de 2010 el Presidente de los Estados Unidos, Barck Obama, promulgaba la Dodd-Frank Act constituida como el cambio más radical de la regulación financiera en los Estados Unidos desde la Gran Depresión, que afectaba a todas las agencias federales de regulación financiera así como a todas las instituciones financieras del país.

La crisis financiera obligó al Presidente Obama a presentar en junio de 2009 una propuesta para la reforma radical del sistema de regulación financiera de los Estados Unidos al entenderse que la crisis financiera que se había iniciado en Estados Unidos en 2007 y que había tenido graves consecuencias en la economía norteamericana y en la economía mundial es debida, sobre todo, a las numerosas deficiencias en la regulación financiera que permitieron un comportamiento irresponsable por parte de una gran parte de las Instituciones que operaban en el sistema financiero.

En el verano de 2009 el Tesoro publicó un documento titulado “Financial Regulation Reform, A New Foundation” en el que se recogían de modo más elaborado los principales cambios que debían acometerse.

La Ley, propuesta inicialmente el 2 de diciembre de 2009 en la Cámara de Representantes por Barney Frank<sup>41</sup> y en el Senado por

---

<sup>41</sup> Frank Barney (1940), del partido demócrata, miembro del Congreso por Massachusetts es ex presidente del Comité de Servicios Financieros (2007-2011). Nacido y criado en Nueva Jersey, Frank se graduó de la Universidad de Harvard y la Harvard Law School. Trabajó como asesor político antes de ganar las elecciones a la Cámara de Representantes de Massachusetts en 1972. Fue elegido a la Cámara de Representantes de EE.UU. en 1980 con el 52 por ciento de los votos. Ha sido reelegido desde entonces por un amplio margen. En 1987 hizo pública su homosexualidad, convirtiéndose en el primer miembro del Congreso que lo hace voluntariamente. De 2007 a 2011, Frank desempeñó el cargo de Presidente del Comité de Servicios Financieros.

Chris Dodd<sup>42</sup>, de los que tomó nombre, sería aprobada y firmada por el Presidente el 21 de julio de 2010.

La Ley tiene 16 Títulos<sup>43</sup> que abarcan una amplitud de temas introduciendo importantes cambios. E. González Mota y J. M. Marques Sevillano manifiestan que la reforma supone modificar hasta 243 legislaciones, realizar 67 estudios específicos y elaborar 22 informes periódicos nuevos por parte de las agencias reguladoras.<sup>44</sup>

Consideremos a continuación los aspectos importantes de la ley Dodd-Frank Wall Street Reform Act.

## EL NUEVO MARCO INSTITUCIONAL

El Título I de la ley crea el Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera (Financial Stability Oversight Council,

---

<sup>42</sup> John Christopher Dodd (1944) abogado del Partido Demócrata, Senador de los Estados Unidos por Connecticut por un período de treinta años. Nombrado Presidente General del Comité Nacional Demócrata desde 1995 hasta 1997 y Presidente del Comité de Banca del Senado hasta su jubilación. En 2006, Dodd decidió postularse para la nominación demócrata a la presidencia de los Estados Unidos, pero finalmente se retiró después de correr detrás de otros competidores. En enero de 2010, Dodd anunció que no se presentaría a la reelección en el 2010 las elecciones legislativas. Actualmente dirige la Motion Picture Association of America.

<sup>43</sup> Título I - Estabilidad Financiera; Título II - Autoridad de liquidación ordenada; Título III - transferencia de competencias a la Contraloría, la FDIC y la FED; Título IV - Reglamento de Asesores de los Hedge Funds y otros; Título V - Seguros; Título VI - Mejoras en el Reglamento; Título VII - Wall Street y Transparencia Rendición de Cuentas; Título VIII - Supervisión de pago, compensación y liquidación; Título IX - protección de los inversores y mejoras en la regulación; Título X - Oficina de Protección al Consumidor Financiero; Título XI - Disposiciones Sistema de la Reserva Federal; Título XII - Mejorar el acceso a las instituciones financieras; Título XIII - pagar de nuevo la Ley; Título XIV - Hipoteca de Reforma y contra la Ley de Préstamos abusivos; Título XV - Disposiciones varias; Título XVI - Sección 1256 de Contratos.

<sup>44</sup> El más completo de los desarrollos monográficos de la Dodd-Frank Wall Street Reform Act: Emiliano González Mota y José Manuel Marqués Sevillano, "Dodd-Frank Wall Street Reform: un cambio profundo en el Sistema Financiero de Estados Unidos", en *Banco de España Estabilidad Financiera*, nº 19.

(FSOC)) y la Oficina de Investigación Financiera (Office of Financial Research) y la Oficina de Protección al Consumidor Financiero (Bureau of Consumer Financial Protection). Las dos nuevas oficinas se unen a la Secretaría de Hacienda, con el Presidente del secretario del Tesoro, siendo del Consejo, y el Jefe de la Oficina de Investigación Financiera de ser un nombramiento presidencial con la confirmación del Senado.

El Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera se encarga de identificar las amenazas a la estabilidad financiera de los Estados Unidos, la promoción de la disciplina del mercado y responder a los nuevos riesgos para la estabilidad del sistema financiero norteamericano. Como mínimo, debe reunirse trimestralmente.

Son tres los objetivos asignados al Consejo: identificar los riesgos para la estabilidad financiera de los Estados Unidos de las dos organizaciones financieras y no financieras; promover la disciplina de mercado, mediante la eliminación de las expectativas de que el Gobierno los protegerá de las pérdidas en caso de fallo; responder a las amenazas emergentes para la estabilidad del sistema financiero de EEUU.

El Consejo de Supervisión de la Estabilidad Financiera cuenta con diez miembros con voto: el Secretario del Tesoro (presidente del Consejo), el Presidente de la Reserva Federal, el Auditor de la Moneda, el Director de la Oficina de Protección al Consumidor Financiero, el Presidente de la Securities and Exchange Commission de EE.UU., el Presidente de la Federal Deposit Insurance Corporation, el Presidente de la Commodity Futures Trading Commission; el Director de la Agencia Federal de Financiamiento de Viviendas; el Presidente de la National Credit Union Administration; un miembro independiente (con conocimiento de los seguros), nombrado por el Presidente, con el consejo y consentimiento del Senado, por un período de 6 años.

El Consejo tiene facultades muy amplias para vigilar, investigar y evaluar los posibles riesgos para el sistema financiero de EE.UU.. El Consejo tiene la autoridad para recabar información de cualquier Estado o de las agencias federales de regulación financiera, y puede ordenar a la Oficina de Investigación Financiera, que apoya la

labor del Consejo "para recopilar información de las compañías tenedoras de bancos y empresas financieras no bancarias".

El Consejo supervisa las propuestas de regulación nacionales e internacionales, incluyendo el seguro y las cuestiones de contabilidad y asesora al Congreso y la Reserva Federal sobre las formas de mejorar la integridad, la eficiencia, la competitividad y la estabilidad de los mercados de EE.UU. Sobre una base regular, el Consejo está obligado a hacer un informe al Congreso que describe el estado del sistema financiero de EE.UU.

En circunstancias especiales, el Presidente de la Consejo (que es también el Secretario del Tesoro), con la concurrencia de dos terceras miembros votantes, puede colocar a las empresas financieras no bancarias o subsidiarias locales de bancos internacionales, bajo la supervisión de la Reserva Federal si se considera que estas empresas podrían representar una amenaza a la estabilidad financiera de los EE.UU. La Reserva Federal puede promulgar reglamentos puerto seguro para eximir a ciertos tipos de bancos extranjeros de la regulación, con la aprobación del Consejo.

Dentro de las reformas institucionales realizados en las agencias las más destacables son las que se refieren a la Reserva Federal, cuya actuación en la crisis ha sido muy controvertida, pensando incluso trasladar las funciones de supervisión y regulación desde la Reserva Federal a una nueva institución y mantener a esta exclusivamente dedicada a la política monetaria.

Las modificaciones introducidas en el funcionamiento de la Reserva Federal son las siguientes:

– Se incluye en su organigrama la Agencia de Protección al Consumidor, aunque se garantiza a esta un alto grado de autonomía).

– Se amplían las labores de supervisión. Así, además de asumir la supervisión de los holdings de las thrifts, como consecuencia de la desaparición de la OTS, adquiere funciones de supervisión y de regulación en todas las entidades financieras sistémicas, sean estas bancarias o no.

– Adquiere responsabilidad subsidiaria en la regulación y supervisión de los sistemas de liquidación y compensación que se

consideren sistémicos (el regulador primario será la SEC o la CFTC, en función del instrumento negociado).

– Se crea un nuevo vicepresidente en la Reserva Federal, encargado de la supervisión de las entidades financieras. Este cargo será designado por el presidente de la nación y comparecerá dos veces al año ante el Congreso.

– Se reduce el grado de discrecionalidad de la Reserva Federal y de la FDIC para dar financiación extraordinaria a una entidad o proveer garantías en una situación de crisis. Este tipo de ayudas solo podrá otorgarse en el marco de un programa general, que deberá ser autorizado previamente por el Tesoro. Además, las ayudas serán auditadas posteriormente por la Intervención del Estado.

– Se modifica el sistema de elección de los presidentes de las Reservas Federales Estatales, que ya no serán elegidos por representantes de la industria bancaria.<sup>45</sup>

### *Derivados*

Los bancos podrán cubrir sus propios riesgos, pero determinados derivados deberán ser gestionados por filiales capitalizadas independientes. Las instituciones bancarias podrán negociar swaps de tipos de cambio y de tasas de interés, de oro y plata, y derivados para cubrir sus propios riesgos. Los swaps de impago de créditos vinculados a agricultura, energía, metales, renta variable y no tradicionales (que no se compensan centralizadamente) podrán ser negociados por filiales capitalizadas independientes.

En cuanto a los derivados de tipos de cambio y de tasas de interés, que representan 92% del valor nominal de todos los derivados, las cláusulas de la Ley Dodd-Frank son aplicables solamente a una parte del total de mercados derivados. Las ramas financieras de las empresas usuarias finales estarán exentas de los requisitos de compensación centralizada.<sup>46</sup>

---

<sup>45</sup> Emiliano González Mota y José Manuel Marqués Sevillano, “Dodd-Frank Wall Street Reform: un cambio profundo en el Sistema Financiero de Estados Unidos”, Banco de España Estabilidad Financiera nº 19, Pág. 77

<sup>46</sup> Jeffrey Owen Herzog, “EEUU Observatorio Bancario”, BBVA Research, 15 de julio de 2010.

Se diseña un marco institucional para estos mercados, que pasan a estar regulados, según la naturaleza de las operaciones, por la Security Exchange Commission (SEC) y la Commodities Futures Trading Commission (CFTC). Estas agencias, además de auditar y exigir información a los agentes que intervienen en estos mercados, les requerirán el cumplimiento de unos requisitos mínimos de capital y de depósito de fondos para cubrir las posiciones que tengan abiertas en cada momento. Además, se fomenta que estas operaciones no sean efectuadas directamente por las entidades bancarias, sino por filiales de estas, que, en caso de tener dificultades financieras, no podrían recibir ayudas de la Reserva Federal o de la FDIC. Por último, salvo en algunas excepciones relacionadas con operaciones de cobertura de entidades no financieras, se exige la obligatoriedad de que estas transacciones sean negociadas y liquidadas a través de una cámara de compensación.

#### *Protección del consumidor*

El Título X de la Ley dispone que se creará un organismo de protección al consumidor en el marco de la Reserva Federal, llamado la Oficina de Protección al Consumidor Financiero (Bureau of Consumer Financial Protection). Este organismo tendrá un presupuesto independiente y redactará nuevas normas para los productos financieros ofrecidos a los consumidores.

#### *Autoridad resolutoria*

Según regula el Título II, la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) estará facultada para disolver grandes firmas con problemas. Para ello dispondrá con un fondo de liquidación ordenada (FDIC) gestionado para ser utilizado en el caso de liquidación de una empresa financiera. El fondo deberá ser capitalizado en un periodo no inferior a 5 años pero no más de 10 años. Si el fondo es insuficiente, la FDIC está autorizada a comprar y vender valores en nombre de la empresa para obtener capital adicional.

#### *Mercados de titulización*

Uno de los efectos más evidentes de la crisis financiera ha sido la práctica paralización de los mercados de titulización privados en Estados Unidos, que desempeñaban un papel esencial en la

intermediación financiera. Por ello, la reactivación de estos productos se ha considerado uno de los puntos necesarios para que el sistema financiero americano alcanzase una fase de cierta normalidad. La reforma contiene varios elementos destinados a mejorar los mercados de titulización y la confianza en los mismos. En primer término, se establece que los emisores de la titulización (originadores y colocadores) deberán mantener, al menos, el 5% del riesgo que se pretende transferir, con lo cual se pretende que sean más activos en analizar y evaluar los créditos que transfieren. Además, se establecen mayores requisitos de información y registro sobre los activos que se titilizan, al tiempo que se desarrollan normas destinadas a evitar el conflicto de intereses en estas transacciones. Por último, se trata de mejorar, como se comenta a continuación, el funcionamiento de las agencias de rating, elemento clave para estos mercados.

#### *Retención del riesgo crediticio*

Los titulizadores deberán retener 5% de sus productos, aunque existen excepciones para hipotecas que demuestren su solvencia, no incluyan cláusulas de pago final global, amortización negativa y solo intereses, y documenten los efectos de los cambios de las tasas bancarias flexibles en el ingreso de los tomadores (análisis de “impactos de pago”). También estarán exentos los préstamos y títulos respaldados por la buena fe y el crédito de EEUU. En su mayor parte, las cláusulas en materia de leyes de exclusión de responsabilidad para los productos titulizados mantienen disposiciones tranquilizadoras para los participantes en el mercado de títulos respaldados por valores, aunque aumentan los requisitos de documentación.

El Título IV introduce la regulación de los fondos de cobertura y otros intermediarios de inversión similar (Hedge Funds), incrementando los requisitos de presentación de informes de los asesores de inversión.

El Título V establece una Oficina Federal de Seguros que se encarga de controlar todos los aspectos de la industria de los seguros (excepto el seguro de salud, un seguro de cuidados a largo plazo y seguro de las cosechas), incluyendo la identificación de lagunas en la regulación de las aseguradoras que podrían contribuir a la crisis financiera; Seguimiento de la medida en que las comunidades tradicionalmente marginadas y los consumidores, las minorías y personas de bajos y medianos ingresos tienen acceso a un seguro

asequible (excepto seguros de salud); Hacer recomendaciones al Consejo de Estabilidad Financiera de Supervisión de las aseguradoras, que pueden suponer un riesgo, y para ayudar a los reguladores estatales con los temas nacionales; Administrar el programa de seguro contra el terrorismo; La coordinación de asuntos internacionales de seguros; Determinar si la medida estatal de seguros son desvirtuadas por los acuerdos cubiertos (los estados pueden tener requisitos más estrictos); Consulta con los Estados (incluyendo los reguladores de seguros del Estado) en materia de seguros de importancia nacional y las cuestiones prudenciales de seguros de importancia internacional.

El subtítulo c del Título IX “Protección de los inversores y mejoras en la regulación de los valores” amplía la regulación de las agencias de calificación crediticia, entendiéndose que estas han contribuido de manera significativa a la mala gestión de los riesgos de las instituciones financieras y de los inversores.

Para solventar estos problemas se han establecido las siguientes medidas: – La actuación de las agencias de rating estará supervisada por la SEC, que velará por que cumplan los requisitos de control interno y separación de funciones. – La SEC emitirá normas para que los ratings realmente reflejen la metodología y los procedimientos que han comunicado. – Se introducen importantes medidas para mejorar la competencia en la calificación crediticia, como la publicación —comparable entre agencias— del grado de acierto en los ratings asignados o la eliminación de las referencias explícitas a los ratings en las normas regulatorias.

Por último se introducen normas que mejoran el gobierno corporativo de las empresas fomentando un mayor control de los accionistas sobre las políticas de retribución de los gestores de la empresa.

Sobre la valoración de la reforma realizada por la Ley Dodd-Frank Wall Street Reform Act, Emiliano González Mota y José Manuel Marqués Sevillano destacan los siguientes aspectos<sup>47</sup>:

---

<sup>47</sup> Emiliano González Mota y José Manuel Marqués Sevillano, “Dodd-Frank Wall Street Reform: un cambio profundo en el Sistema Financiero de Estados Unidos”, Banco de España Estabilidad Financiera n° 19, Pág. 82-84

1. A nivel de contenido, uno de los elementos más destacables es que se crea un marco coherente en el que se identifican con precisión los responsables en materias como la estabilidad financiera o la protección al consumidor, y en el que se introducen medidas para fomentar la coordinación.

2. En cuanto a los objetivos que persigue la reforma, destaca el fomento de la estabilidad financiera, para lo cual se han introducido multitud de iniciativas. Sin embargo, el éxito en esta tarea está condicionado al desarrollo efectivo de ciertas herramientas macroprudenciales esenciales para esta finalidad, algunas de las cuales —como la posibilidad de requerir instrumentos de capital contingente

3. Otro de los aspectos que se abordan con decisión es el de las entidades sistémicas, para lo cual se introducen importantes elementos, como el nuevo régimen de resolución, los mayores requerimientos de información, las mayores exigencias de capital, la limitación de ciertas actividades y la supervisión más intensa de estas entidades.

4. Existen ciertos aspectos —como el tratamiento de las entidades sistémicas, algunas limitaciones en la aplicación de los requisitos de capital y liquidez, las prácticas de retribución a los directivos, la Volcker Rule.

5. La regulación de las agencias de rating— en los que, al menos por el momento, se mantienen significativas discrepancias. En consecuencia, la reforma regulatoria americana supone adoptar posiciones firmes sobre algunos de estos temas antes de haber alcanzado un posible consenso internacional en torno a los mismos. Por otra parte, en algunos aspectos dependientes de los consensos internacionales la reforma americana apenas avanza, como son los casos de los acuerdos para la resolución de entidades con posiciones transfronterizas o los estándares contables.

6. Por ello, resulta llamativo que no se impulse legislativamente la creación de vías alternativas de financiación para el sector bancario, como los bonos garantizados (covered bonds). A diferencia de lo que se está observando en otros países, donde se ha potenciado este tipo de alternativas relativamente sencillas, en el caso americano parece apostarse por que los mercados de titulización sigan desempeñando un papel central en la intermediación financiera.

### 3.10. La regla Volcker (Volcker Rule)

Uno de las medidas más importantes tomadas como consecuencia de la crisis financiera es la llamada Volcker Rule que se refiere a la separación de las actividades de las Instituciones financieras y singularmente bancarias y a las limitaciones en el tamaño de estas entidades. Volcker<sup>48</sup> fue nombrado por el Presidente Barack Obama como Presidente de la Junta Consultiva de Recuperación Económica el 6 de febrero de 2009.

El 21 de enero de 2010, el Presidente Obama apoyaba públicamente la llamada “Regla de Volcker” cuyo objetivo es limitar que las entidades puedan utilizar la protección que tienen por el hecho de ser entidades de depósito para incrementar el nivel de riesgo en el que incurren con objeto de obtener mayor rentabilidad para sus gestores y accionistas. Para evitar estas prácticas, se establece que las entidades bancarias no puedan realizar operaciones por cuenta propia (proprietary trading) ni apadrinar hedge funds o fondos de capital-riesgo.

Aunque estas limitaciones (que contienen ciertas excepciones, como las operaciones con deuda pública, las efectuadas como creadores de mercado o las destinadas a la cobertura de riesgo) no se circunscriben a las entidades bancarias sistémicas, son estas las que suelen ser más activas con este tipo de posiciones y, por tanto, las más afectadas.

---

<sup>48</sup> Paul Adolph Volcker, Jr., nacido en 1927 es un prestigioso economista americano. Ocupa cargos importantes en el Chase Manhattan Bank pasando al Departamento del Tesoro de la Reserva Federal como Director de Análisis Financiero, siendo luego subsecretario del Tesoro. Fue Presidente de la Reserva Federal con los presidentes Jimmy Carter y Ronald Reagan desde agosto 1979 hasta agosto de 1987. Es ampliamente reconocido por poner fin a los altos niveles de inflación observada en los Estados Unidos en la década de 1970 y principios de 1980. Fue nombrado Presidente de la Junta Consultiva de la recuperación económica por el Presidente Barack Obama desde febrero de 2009 hasta enero de 2011. Ávido pescador con mosca, le gusta decir que “la única innovación útil de la banca ha sido la invención del ATM” (cajero automático).

Las entidades financieras no bancarias consideradas como sistémicas no están sujetas a esta limitación, si bien, en su caso, la Reserva Federal deberá establecer requisitos regulatorios más exigentes e imponer ciertos límites para las operaciones de este tipo que realicen. La cuestión referida a las limitaciones en el tamaño de las entidades financieras está relacionada con el componente sistémico de las grandes instituciones y, principalmente, con las distorsiones para la competencia de entidades con elevada cuota de mercado.

La solución adoptada por la Volcker Rule no trata de reducir el tamaño actual de las entidades, pero sí condiciona los procesos de adquisición que se puedan realizar en el futuro. Así, se establece la obligatoriedad de que las entidades sistémicas notifiquen a la Reserva Federal con suficiente antelación la adquisición de entidades con más de 10.000 millones de dólares en activos, se pretende prohibir las adquisiciones que supongan que una entidad acapare más del 10% de los pasivos agregados del sector financiero americano y se limite la concentración de riesgos de las entidades sistémicas con sus filiales. La regla se aprobó por el Congreso y el Senado. Algunas empresas financieras<sup>49</sup> manifestaron su preocupación sobre sus consecuencias para el negocio de la banca, alegando que las prohibiciones de la regla pueden dificultar la competitividad de los bancos estadounidenses en el mercado global.

---

<sup>49</sup> Goldman Sachs, JP Morgan y Bank of America.  
Revista Aequitas; Volumen 1,  
Pags. 129-214  
ISSN: 2174-9493