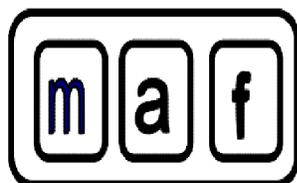


**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR**

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



*Fundada en 1995*



**HISTORIA DE LAS CRISIS FINANCIERAS**

TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:

**RAMÓN ORLANDO PÉREZ BURGOS**

PARA OPTAR AL GRADO DE

**MAESTRO EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

OCTUBRE DE 2011

CIUDAD UNIVERSITARIA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

# UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



## AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : MÁSTER RUFINO ANTONIO QUEZADA SÁNCHEZ

SECRETARIO GENERAL : LIC. DOUGLAS VLADIMIR ALFARO CHÁVEZ

## AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : MÁSTER ROGER ARMANDO ARIAS ALVARADO

VICEDECANO : LIC. ÁLVARO EDGARDO CALERO RODAS

SECRETARIO : MÁSTER JOSÉ CIRIACO GUTIÉRREZ CONTRERAS

ADMINISTRADOR ACADÉMICO : LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MELÉNDEZ

ASESOR : MÁSTER MARÍA SONIA PÉREZ BARAHONA

TRIBUNAL EXAMINADOR : MÁSTER MARÍA SONIA PÉREZ BARAHONA

MÁSTER GUILLERMO VILLACORTA MARENCO

OCTUBRE DE 2011

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTROAMÉRICA

## CONTENIDO

<b>PROLOGO</b>	<b>v</b>
<b>I. ANTECEDENTES</b>	<b>1</b>
<b>1. La historia y las finanzas</b>	<b>1</b>
<b>2. Incidencia de la historia en las finanzas y su incidencia a nivel corporativo</b>	<b>2</b>
2.1. Evolución histórica de las finanzas	2
2.2. Incidencia en la visión de creación de valor dentro de las finanzas	4
2.3. Incidencia en las finanzas a nivel corporativo	5
<b>II. LA INTRIGANTE HISTORIA DE LAS CRISIS FINANCIERAS</b>	<b>7</b>
<b>1. Reconocimiento de las Crisis Financieras</b>	<b>7</b>
<b>2. Resumen cronológico de las principales crisis financieras</b>	<b>9</b>
<b>3. Predictibilidad y las Crisis Financieras</b>	<b>12</b>
<b>III. LA HISTORIA Y LA CRISIS FINANCIERA DE 2008</b>	<b>16</b>
<b>1. La evolución de la crisis</b>	<b>16</b>
<b>2. El aparecimiento de la crisis</b>	<b>18</b>
<b>3. Repercusiones de la crisis en América Latina</b>	<b>22</b>
<b>4. Repercusiones de la crisis en El Salvador</b>	<b>24</b>
<b>CONCLUSIONES</b>	<b>26</b>
<b>REFERENCIAS</b>	<b>28</b>
Bibliografía	28
Notas	32
<b>ANEXOS</b>	

## PRÓLOGO

Los eventos del pasado nos brindan valiosas enseñanzas en todas las áreas de estudio, para dilucidar lo que acontece en el presente y perfilar un mejor futuro. Las finanzas no escapan a esta realidad; y en lo relativo a la historia de las crisis, los involucrados en los mercados financieros tienen que asumir una posición comprometida y responsable, aprendiendo de ellas para no repetir los errores que han provocado grandes dificultades desde hace mucho tiempo. El apareamiento de las crisis financieras no es algo nuevo, se han desarrollado desde épocas previas al apareamiento del capitalismo; sus razones y consecuencias han sido objeto de estudio en varias ocasiones, sin embargo eso no ha impedido su recurrencia.

En el presente trabajo, se pretende describir cómo las crisis financieras se manifiestan en los mercados a nivel global, comenzando en países desarrollados y afectando a los países menos desarrollados, como una manera de revivir el ímpetu por el estudio de la historia en las finanzas. La reciente crisis financiera de 2008, se ha convertido ahora en un acontecimiento de análisis que ha permitido apreciar lo importante de éstas. A lo largo del desarrollo de los capítulos, se trata de hacer reflexión acerca de que aprender de las crisis, no se trata nada más de describir de manera cronológica una serie de eventos ocurridos, sino analizar viejas experiencias en torno a las finanzas, como práctica generadora de valor.

Es realmente interesante la manera en la que personajes importantes retoman los hechos del pasado para tratar de explicar la realidad. Por lo que es importante apreciar cómo la historia de las crisis financieras se repite una y otra vez, como un ciclo cada vez más frecuente. Durante la formación de éstas y previo a su estallido, aparecen algunos participantes del mercado con pronósticos radiantes de crecimiento, abundancia y optimismo con cierto grado de especulación, del que hasta personajes como Isaac Newton han sido víctimas al haber sido contagiado por la corriente de su época; y por otro lado, aquellos pesimistas que relatan advertencias en torno a este presunto florecimiento, presagiando un colapso, teniendo su fundamento en la racionalidad y la historia. Son éstos llamados “pesimistas”, los que han señalado que la formación de las crisis no se explica como muchos creen, de manera exclusiva por un sólo acontecimiento o periodo en específico, si no que su gestación es una construcción paulatina que muy pocos pueden apreciar.

Éstas afectan no sólo a una región sino a un mercado interdependiente a nivel global, son capaces de propagarse alcanzando inclusive a países en los cuáles los mercados financieros no están desarrollados, incidiendo en la economía real. Por lo que el estudio de las crisis es un espacio propicio para amplificar los conocimientos; y su enseñanza es capaz de establecer pensamientos reflexivos en estudiantes, educadores y practitiones para la toma de decisiones a favor del mejoramiento del entorno financiero, corporativo e incluso social. De este modo sus lecciones se tornan estimulantes hoy en día para la edificación ordenada de los hechos que sirvan para el aprendizaje y prevención en el futuro.

## I. ANTECEDENTES

“Quienes no recuerdan el pasado, están condenados a repetirlo”<sup>1</sup>. Esta frase fue la cita más conocida de George Santayana, filósofo hispano-estadounidense, y es una muestra palpable de la trascendencia de la historia en nuestra realidad. Cicerón, quien fue un escritor romano señaló que la historia admite dilucidar conscientemente donde estamos, qué acaeció y hacia dónde iremos, arguyendo en este sentido, que la sucesión de los hechos del pasado constituyen una manera en la que se aprende de otros, configurándose como una fuente primaria de valores.<sup>2</sup> Y no se puede dejar a un lado a Paul Samuelson, que falleció recientemente en el año 2009, premio nobel de economía y considerado el mejor economista del último medio siglo, quien fue abordado en una entrevista en la cual se le planteó la interrogante sobre qué le diría a una persona que inicia sus estudios de grado en economía, a lo que a criterio del entrevistador resultó ser una respuesta inesperada, manifestó: *“Muestra un sincero respeto hacia el estudio de la historia económica, porque es la materia prima de la que surgirán todas tus conjeturas y análisis”*<sup>3</sup>, una afirmación muy insólita emitida a sus noventa y cuatro años de edad, justo a unos pocos meses antes de fallecer, y que le brindan un realce impresionante al valor de la historia.

### 1. La historia y las finanzas

En un primer instante es prudente reflexionar acerca del porqué del estudio de la historia en las finanzas, o en un contexto más específico se podría plantear la interrogante por qué los financieros y los gerentes deberían estudiar historia. Y es que precisamente, tal es el impacto de ésta en la enseñanza de las finanzas que en los últimos años se ha estado implementando con mucho más apogeo desde mediados de esta década cursos de historia en algunos programas académicos de Administración de negocios, implementados particularmente en instituciones educativas de gran renombre en el ámbito de formación profesional. Sólo para citar un ejemplo claro, un curso de gran relevancia que se denomina Historia Práctica de los Mercados Financieros<sup>4</sup> es impartido por grandes eminencias en el quehacer financiero, y es ofrecido en cuatro grandes ciudades, que son: Edimburgo, New York, Londres y Singapur; su duración es de dos días y costo es de alrededor de \$4,000.00.

El programa ha destacado por las opiniones positivas que ha motivado en los participantes, por el carácter predictivo que atribuye a la historia y por la motivación que hace para todos aquellos que están interesados en el tema de la inversión, atribuyéndosele la calificación de complemento perfecto para la formación teórica. Se ha visto aún más promovido tras la reciente gran recesión mundial que estalló en el año 2008. El curso es tomado no sólo por estudiantes, sino también por practitioners. Sus pilares son dos interrogantes fundamentales: La primera es: ¿cómo se puede determinar el mejor "valor" en los mercados?; y la segunda: ¿qué fuerzas actúan para producir las desviaciones de importancia, incluso de las mejores estimaciones de valor?. Para ello se concibe la utilización de ejemplos de valiosos acontecimientos del pasado, considerándose como herramientas educativas para los inversores activos y estudiosos del área financiera de un modo práctico. No se concibe sólo como una simple descripción de información cronológica.

Pese a lo anterior, tradicionalmente es sabido que los estudiantes consideran de poca importancia el estudio de lo acontecido tiempo atrás, ya que habitualmente en el caso de la historia de la dirección empresarial, su tratamiento según algunos, se considera simple. Precisamente, los estudiantes quieren desde su punto de vista, saber lo que es útil y generalmente no se interesan en la investigación y la evolución del conocimiento, lo que revela su clara antipatía ante la historia en el ámbito de la administración empresarial. Se ha argumentado incluso, en algunos casos, que el material en los textos de gestión carece de valor. Empero, se debate que al alentar a los educandos a desarrollar la capacidad de reconsiderar críticamente las representaciones históricas no sólo se debe hacer fomentando los beneficios que otros han atribuido a una mayor conciencia sobre los hechos del pasado, sino también, animándolos para que sean intelectuales más creativos en la conducción gerencial en el futuro.

Se considera además que los educandos con un nivel de conciencia de los hechos del pasado más avanzada, son más propensos a adquirir habilidades de negocios que aquellos que no lo son. Evidentemente, una mejor comprensión de la historia, contribuye a que los estudiantes aprendan las lecciones de los fallos consumados<sup>5</sup>. Como al leer un libro cualquiera, el discernimiento conlleva a establecer un vínculo con las grandes mentes de los historiadores o escritores en el quehacer gerencial, como una especie de conexión a una memoria colectiva en un momento del tiempo específico; es el recorrido de eventos no vividos a través de las experiencias de otros.

El hecho de separar el estudio de la dirección empresarial en segmentos o épocas, proporciona un nivel de percepción que permite la medición del cambio en la toma de decisiones, y que ésta comprensión contribuya a deliberar acerca de cómo pueden aplicarse prácticas de conducción gerencial en el presente. Por consiguiente, en aras de adentrarnos en materia de historia es necesario conocer cómo ésta ha tenido incidencia en las finanzas, no sólo a nivel global, sino también a nivel corporativo y de ese modo reflexionar sobre las premisas y resultados de las crisis globales, irrumpiendo en una posición comprensiva en relación a la reciente recesión.

## **2. Incidencia de la historia en las finanzas y su incidencia a nivel corporativo**

### **2.1 Evolución histórica de las finanzas**

Las finanzas son consideradas como parte de la economía, no obstante que surgieron como un campo de estudios relativamente desligado de ésta en los inicios del siglo XX. En primera instancia, simplemente se relacionó a aspectos generales como la estructuración de los mercados de capitales. Poco a poco, se fueron demarcando segmentos históricos propios, representativos de los acontecimientos y avances de cada época. Así pues, en los años 20's, las innovaciones tecnológicas y las nuevas industrias provocaron la necesidad de mayor cantidad de fondos, impulsando el estudio de las finanzas a destacar en cuanto a la liquidez y el financiamiento de las empresas. La estampa del banquero tomó relevancia en esta época como figura de estudio, así como también el interés en los instrumentos financieros<sup>6</sup>.

Luego, con el acontecimiento de la gran depresión de los treinta, la historia de las crisis irrumpe como evento trascendental en la evolución de las finanzas, obligando a centrar la atención en los aspectos relativos a la protección de los recursos y los relacionados a los efectos devastadores resultantes de este tipo de sucesos. Se renovó en ese entonces el interés por la supervivencia, la preservación de liquidez, las quiebras, las liquidaciones y otras figuras similares. Se efectuó un exhaustivo análisis a las causas de la debacle, dando lugar a medidas con tendencia conservadora orientadas a mejorar la salud financiera de las compañías.

Uno de los factores que jugó un papel importante para dar la señal de alerta en la crisis de 1929 fue el exceso de endeudamiento, lo cual fue evidente principalmente en las empresas de servicios públicos. Posteriormente, y como es característico, apareció la etapa en la que se exigieron mejores medidas. El resultado fue notable, ya que las empresas ampliaron la información financiera que debían dar a conocer, y esto a su vez hizo ampliar el razonamiento financiero de manera que fuera más profundo, llevando a adoptar un análisis comparativo entre las condiciones financieras de las empresas y su desempeño con respecto a otras.

Posteriormente, en la década de los cuarenta, las finanzas siguieron un singular enfoque tradicional, en donde no se hacía énfasis en la toma de decisiones, sino más bien, se analizaba la empresa desde el punto de vista de alguien ajeno a ella, como pudiera ser un inversionista, y se trasladaba la responsabilidad de dirección a terceros. Luego, en la década de los cincuenta ganaron relevancia el presupuesto de capital y las reflexiones concernientes al mismo, conduciendo innegablemente al análisis de la distribución eficiente del capital dentro de la empresa. La tecnología fue de manera indudable un factor clave también con el apareamiento de sistemas complejos de información aplicados a este campo, viabilizando la ejecución de análisis más cuidadosos y eficaces. Ésta fue considerada la era del auge tecnológico, y trascendió abismalmente en cómo las empresas y los ciudadanos realizaban sus operaciones bancarias, pagaban sus cuentas, cobraban dinero o transferían efectivo. En la década de los sesenta florece la teoría de la cartera de activos y su aplicación ulterior a la administración financiera.

La década de 1980 gozó de significativos progresos en materia de valoración de las empresas, colocándose un especial interés en las imperfecciones del mercado y su efecto en ésta. A finales de ese periodo y durante los años 90's, se fortaleció el tema de la generación de la riqueza y la globalización de las finanzas. Además se suscitaron otros eventos históricos sobre los cuales se cimentó la reciente gran recesión, situando a los administradores financieros en el contexto de la desregulación de servicios, competencia entre los proveedores de capital, complicaciones de financiamiento externo, corrientes especulativas, problemas éticos, entre otros. Por supuesto, el acontecimiento que marca la línea divisoria de una nueva era es la crisis económica de 2008, que fue resultado de una serie de elementos que se acumularon paulatinamente hasta llegar al desplome y por lo cual se esperan cambios en la economía mundial.

## 2.2 Incidencia en la visión de creación de valor<sup>7</sup> dentro de las finanzas.

Tal como se mencionó anteriormente, en los años sesenta se desarrolló la teoría de la cartera de activos que describe la relación entre el riesgo y la rentabilidad esperada asociada con una cartera de títulos o de otros activos. Pero durante el periodo de 1970 a 2000, se suscitaron una serie de eventos históricos principalmente dentro de las finanzas en Estados Unidos y Europa que fortalecieron el surgimiento y desarrollo del enfoque de la creación de valor para los accionistas. Sólo para citar algunos ejemplos se puede recordar el papel progresivo forjado en torno a las opciones<sup>8</sup> sobre acciones<sup>9</sup> en la década de los 70's, en donde se erigió una época de bajo rendimiento en los valores bursátiles. En estos días, surgió la famosa discusión entre los intereses de los accionistas y los intereses de los otros Stakeholders<sup>10</sup>. Aunado a ello, los críticos discutían profundamente sobre la teoría de la agencia<sup>11</sup>, como un elemento para el análisis de las operaciones y resultados de las compañías. Para algunos, la defensa de los intereses de los otros Stakeholders era solamente una excusa para respaldar los bajos rendimientos, y por lo tanto se comenzaron a reclamar compensaciones que trataran de alinear de mejor manera esos intereses. Fue de esta manera que tomaron fuerza las opciones sobre acciones, sobre la base del incremento en el precio de dichos valores y su rentabilidad.

En los años 80's se gestó la recuperación de la economía estadounidense, dando como resultado empresas con excedentes de efectivo, que fueron trasladados a empresas dedicadas a compras apalancadas también conocidas como *LBO's*<sup>12</sup>. En esta década emerge el enfoque relacionado a la creación de valor para los accionistas como fundamento básico para gestionar las empresas. Se llevaron a cabo una serie de adquisiciones de compañías con evidentes deficiencias en su gestión, sobre la premisa básica de generar valor. A todo este proceso se le denominó el mercado para el control corporativo, el cual pretendía disciplinar a los gerentes de las empresas cuyas acciones cotizan en bolsa para actuar en el mejor interés de los accionistas, de modo que mediante la compra de acciones un oferente podía sustituir a un equipo de directores ineficiente.

Ahora bien, durante los años 80's y 90's, en los países desarrollados como en muchos otros países del mundo, existían los sistemas públicos de pensiones sin políticas de tipo capitalista, es decir sistemas de pago no capitalizables directamente en los que las aportaciones presentes eran para los jubilados actuales. Posteriormente la administración de ese negocio cambió, destinando los fondos directamente a cuentas personales que generaran rentabilidad, promoviéndose de ese modo, los sistemas de pensiones privados, que utilizaban el sistema de acumulación directa.

Es así como la mejora de los rendimientos de los valores bursátiles de los 80's produjo la popularización de las inversiones en títulos de renta variable, en donde segmentos significativos de ciudadanos se volvieron propietarios de acciones, aunque no en forma directa sino a través de fondos de pensiones y bancos de inversión; y de esta manera la brecha existente en la discusión entre los intereses de los accionistas y los otros stakeholders perdió fuerza.

Al final todo se orientaba en un sentido, y el esquema de creación de valor para el accionista se convertiría en un cimiento básico en el estudio de las finanzas, situación que a finales de los años 90's e inicio de 2000, se trasladó al continente europeo, realizándose la primer toma de control hostile importante, de la empresa alemana Mannesman por una extranjera, que fue Vodafone Air Touch, como una muestra de la aceptación del modelo del valor para el accionista. Por lo que puede afirmarse en este contexto la creencia básica de que los gerentes que se centralizaran más en generar valor para el accionista formarían mejores empresas que aquellos que no lo hagan.

### 2.3 Incidencia en las finanzas a nivel corporativo

Se puede decir que corresponde a los directores o ejecutivos financieros, entre otras actividades, la tarea de aportar a las decisiones de inversión, financiamiento y distribución de dividendos; o sea, políticas y decisiones financieras. Para poder efectuar sus reflexiones y tomar éstas disposiciones tiene que formarse un criterio sobre una base que la constituye precisamente, los datos de naturaleza histórica (en el caso que existan). Los datos pueden referirse a antecedentes sobre el ciclo de vida de sus productos, de su empresa, sobre clientes, proveedores, competidores, productos sustitutos y otros, con el propósito de establecer una estrategia o adoptar un modelo de negocios. Por ejemplo, una diligencia inexcusable en una compañía es sondear la aceptación de un producto en un mercado específico, para lo que se debe conocer la forma en la que los clientes se comportan en cuanto a sus gustos y a su nivel de participación en los ingresos de la empresa. De ese modo los ejecutivos logran tener conocimiento sobre a qué clientes apuntar y por otra parte, deben identificar también los proveedores clave para no depender en gran medida de ellos.

Otro caso puede suponer la decisión de si se debe o no distribuir dividendos en un ejercicio determinado, para lo que se puede considerar el ciclo en el que la compañía se encuentra. De modo que pudiera estar en pleno inicio o crecimiento, fase de madurez o en un punto de declinación; o también generando o no, flujos de efectivo. Algunos estudiosos consideran que debería existir como requisito indispensable, un archivo histórico detallado de todos estos factores, a fin de que los administradores en turno se puedan instruir y tomar decisiones de una manera mucho más elocuente.

Algunos profesores de Harvard Business School llevan mucho tiempo en la documentación de la historia empresarial a nivel global. Su tarea es coleccionar información con el propósito de indagar sobre el avance de los negocios en países no desarrollados. Producto de ello se han destacado como logros el refutar la noción de que las naciones católicas o hispanas están en condiciones adversas para competir con respecto a otros; así como también, el análisis de la importancia que tiene el establecer incentivos adecuados por parte de los gobiernos y reguladores para impulsar el potencial económico por medio de la inversión proveniente del exterior<sup>13</sup>. El tiempo cambia y las empresas deben seguir evolucionando, por lo que la historia a nivel corporativo es trascendental. El modelo de negocios que en un momento determinado brinda a una empresa una ventaja competitiva importante, tarde o temprano podría quedar obsoleto.

Efectivamente, una de las primicias más substanciales en la práctica de la gestión ha sido el reconocer la importancia de los hechos del pasado dentro de la organización. No se podría responsabilizar totalmente a la historia de los resultados de la eficacia de la administración de los negocios, ya que ésta eficacia viene suministrada también en gran medida, como resultado del conocimiento empírico, es decir que responde a factores que de manera total o parcial, no se exponen o transmiten de manera académica. Este conocimiento empírico conlleva junto al conocimiento histórico, una ventaja competitiva aprovechable.

Sin duda alguna, la historia es de utilidad para la gestión, ya que ha permitido reflexionar sobre la importancia de la memoria organizacional, que se entiende como el depósito de conocimientos estructurados y explícitos generalmente en documentos, como recurso importante de la misma, y que en definitiva, puede llegar a tener una inmensa influencia en el capital intelectual de las compañías. Si las empresas valen en el mercado por la información que puedan poseer, entonces el prescindir de ésta limita su valoración y de nada habría servido haber invertido grandes cantidades en el pasado para su transmisión, y máxime, si se trata de juicios relativos a lo que normalmente se conoce como know how<sup>14</sup>, el cual hace referencia a la capacidad que una persona o una entidad ostenta para desplegar las destrezas técnicas pertinentes en su área de trabajo.

En algunos análisis de dirección empresarial, se señala la relevancia de la interpretación y evaluación de la información financiera histórica en los casos de finanzas, haciendo mención al hecho de que los estados financieros, como información de hechos pasados, son elementos de reflexión, en alusión a etiquetados casos de desastres financieros corporativos como los de Enron, WorldCom, Kmart, Xerox, Global Crossing y otros similares, que tuvieron como medios: utilidades infladas, gastos capitalizados como activos, crecimiento exagerado de las inversiones y aumentos descontrolados de los pasivos<sup>15</sup>; con la complicidad de capitalistas, analistas, organismos de regulación y otros agentes relacionados.

Los efectos de dichos desastres financieros fueron nocivos, llevando a los inversionistas a desconfiar en los mercados de capitales. Los índices financieros a nivel global cayeron activando hasta ese entonces, el interés directo por transformar tal situación; incluso, despertó el interés de los mismos políticos y gobernantes. Lamentablemente, muchos ejecutivos se muestran indiferentes con su pasado y optan por no meditar sobre él, desistiendo de un valioso conocimiento que queda en el olvido. Como prueba experimental se han llevado a cabo investigaciones para evaluar el efecto que tienen las experiencias previas en el éxito y fracaso de los negocios,<sup>16</sup> concluyéndose que el conocimiento obtenido de los errores puede ser imprescindible en el éxito a futuro. De modo que se puede lograr un aprovechamiento de información del pasado en el ámbito interno y externo de las empresas, armonizándose con información histórica sectorial y de tipo macroeconómica.

Desde este punto de vista, las empresas deben explorar sus triunfos y frustraciones, de manera ordenada y asimilar las enseñanzas que ofrecen, o lo que en otras palabras significaría hacer uso de un enfoque retrospectivo, del que algunas empresas ya se han valido. Ejemplos de ello lo constituyen compañías tales como IBM, Boeing, y en su momento Xerox y British Petroleum. El mantenimiento de registros, de preferencia reunidos como una historia de la empresa, puede ser capaz de ofrecer un marco común para los actuales y potenciales miembros de la organización.

## **II. LA INTRIGANTE HISTORIA DE LAS CRISIS FINANCIERAS**

En momentos de crisis surgen interrogantes relacionadas en torno al origen de éstas, sobre el augurio de su llegada, su capacidad de propagación y la capacidad de los mercados financieros para lograr neutralizarlas previo a su estallido. Sin embargo, como es conocido la historia de las crisis financieras ya ha sido objeto de estudio desde hace mucho tiempo atrás. Algunos afirman que las crisis tienen sus auténticos orígenes en las burbujas<sup>17</sup> del mismo mercado financiero y del mercado de valores, como eventos de extensión global y que acontecen de manera exclusiva en Estados Unidos, y afirman que se tiende a confundir las señales iniciales con la causa final, lo cual puede ser debatible. Pero lo que sí es inalterable es que los colapsos financieros aparecen y luego terminan, pese a que su potencial destructivo conlleva graves desequilibrios y trastornos en proporciones agigantadas. Su reconocimiento está caracterizado y ampliamente descrito, pero es la época en la que se presentan la que marca las diferencias. Es por tal razón que es posible instruirse en ellas con la intención de no pecar de ignorantes en cuanto a sus repercusiones en el entorno financiero y empresarial, y con el propósito de que no se repitan.

### **1. Reconocimiento de las Crisis Financieras**

Podríamos pensar que una crisis financiera tiene su punto de partida en un florecimiento que fue avanzando en el mercado de valores, como toda corriente especulativa, cuando una muchedumbre emprendió la reventa de bienes inmuebles cuyos precios eran realmente increíbles; y que fueron separados en muchas partes como si se tratara de títulos valores. En ese momento se pronostica que se trata de algo pasajero que terminaría pronto, pero se trata de economías asentadas en nuevas técnicas e innovaciones, que logran que los ciudadanos expongan todos sus ahorros de toda su vida en títulos valores riesgosos y sin tener mayor conocimiento sobre ellos.<sup>18</sup>

Por otra parte, el gobierno de los Estados Unidos no hace nada por normalizar estas situaciones, sino que impulsa la desregulación financiera haciendo alusión al hecho de que al gobierno no debía importarle intervenir en los negocios. La Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) en su rol de organismo regulador tampoco hace nada para enfrentar la corriente especulativa, más bien, elogia la invención y la experimentación financiera que en su momento se consideró contribuían al crecimiento económico de los Estados Unidos.<sup>19</sup>

La historia de estos sucesos relata las actuaciones de las autoridades de la FED más ineficaces que maliciosas, al describirlas como carentes de los medios oportunos, y pretendiendo argumentar que la crisis era una situación totalmente imprevisible, dificultando la toma de decisiones en ese momento. Otro símbolo característico de esta época es el apareamiento de nuevos tipos de entidades financieras, y a medida que pasa el tiempo todo se convierte en una gran burbuja. Tanto las instituciones financieras, las empresas y los ciudadanos comunes se encuentran excesivamente endeudados, situación motivada por la compra de títulos novedosos, desconocidos para algunos, con los cuáles el público inversor queda cautivado por su gran creatividad y con la errónea idea que los precios únicamente pueden subir.

Algunos economistas por su parte, al igual que las autoridades reguladoras, elogian la eficiencia de los mercados<sup>20</sup>, la desregulación<sup>21</sup>, la innovación financiera<sup>22</sup> y dan su visto bueno a todos estos actos. Todas aquellas personas que se atreven a dar pronósticos pesimistas y presagian un desastre, son en el mejor de los casos ignorados o simplemente objeto de burlas.<sup>23</sup> Pudiéramos pensar que lo detallado anteriormente se trata de una descripción exclusiva de la reciente crisis financiera de 2008, ya que las características son muy cercanas; sin embargo, la anterior narración corresponde a la misma gran depresión de 1929<sup>24</sup>. De manera que semejantes y confundibles impulsos facilitaron ese acontecimiento y son los equivalentes que dieron el origen a la reciente gran recesión, inclusive poco varían con respecto a otras crisis. (Ver Anexo 1)

Ciertamente, en los años cercanos previos a la citada gran depresión, aconteció que una generación entera de historiadores<sup>25</sup> embistieron contra la seguridad que tenía el gobierno de los Estados Unidos en las fuerzas autoregulatoras del mercado. Sin embargo, dicha confianza fue lo que imposibilitó anunciar formalmente la recesión que se estaba forjando, y de la misma manera pero superior distancia, se formaba en otras economías del mundo. En fin, algunos piensan que las crisis desde el año 1929 se han consumado de una manera rápida o bien de forma tardía, pero todas presentan características comunes. Empezaron con una burbuja especulativa, sobre todo de tipo inmobiliaria, con un crédito bancario que superó la capacidad de reembolso de los deudores, déficits del sector público que en muchos casos llegaron a proporciones realmente significativas del conjunto de bienes y servicios producidos por un país.

Algunos estudiosos y científicos de las finanzas han hecho una connotación muy precisa de la formación de una burbuja citando seis fases para el desarrollo de las mismas<sup>26</sup>: primero, el apareamiento de una nueva oportunidad de inversión; segundo, una fuerte expansión del crédito; tercero, un agudo sentimiento de euforia; cuarto, un angustiante temor; quinto, un decepcionante malestar o desánimo; y finalmente sentimiento de huida o pánico<sup>27</sup>. Pero a pesar de eso, se ha observado que nuestras sociedades no deducen o no quieren asumir el cómo afrontar las burbujas especulativas; y aún personas con la investidura de un nivel educativo académicamente alto, que conocen la existencia de las mismas y su proceso de formación a lo largo de la historia, suelen caer en la tentación de una epidemia entusiasta hacia inversiones altamente riesgosas.

Robert Brenner, profesor de historia en la Universidad de California expone: “*En la historia del capitalismo ha sido muy habitual el surgimiento de burbujas bursátiles como expresión exuberante de una expansión económica impulsada por nuevas tecnologías, por un aumento más rápido de la productividad y por beneficios crecientes, en una especie de anticipación exagerada en los mercados de valores de las importantes ganancias en la economía real*”.<sup>28</sup>

Paul Samuelson, quien participó en algunos consejos económicos, testificaba que los miembros de estos consejos de ningún modo dedujeron nada de la receta de Black, Scholes y Merton<sup>29</sup> para la valoración de activos; pero lo que sí sabían era lo exótico que parecían los brillantes productos financieros que facilitaban beneficios libres de riesgo. Enunció además que la atracción de estos nuevos productos era mejor que la alquimia<sup>30</sup>, que es citada popularmente en aquellos eventos relacionados a la transformación en oro de algunos elementos que tenían muy poco valor. Justamente, muchas de las grandes empresas de la altura de los bancos que se han visto involucrados en las crisis financieras, convirtieron de la noche a la mañana a sus ejecutivos en grandes millonarios. Por lo que es prudente reflexionar que la avaricia por el dinero es capaz de doblegar la racionalidad de los seres humanos.

## **2. Resumen cronológico de las principales Crisis Financieras**

Las crisis financieras a lo largo de la historia han sido diversas y sus causas han sido variadas, sin embargo, con el pasar del tiempo su estudio ha permitido identificar algunas características que son similares, y sus efectos también. Las primeras crisis financieras conocidas fueron adjudicadas a la confianza entre los gobiernos. En el siglo XII países como España e Inglaterra depreciaban su moneda con el propósito de disminuir sus deudas, por medio de la reducción del contenido de oro y plata en las mismas; los chinos por su parte, fueron los primeros en poner en práctica la emisión de papel moneda con similar propósito, lo cual ocurrió más o menos por el año 1072; más adelante, la misma práctica sería adoptada por los europeos en el siglo XVIII.

Ya en el siglo XIV en Inglaterra se optó por una medida un tanto más distinguida, y fue la de simplemente ya no pagar sus compromisos oponiéndose a reintegrar sus deudas; dando lugar a que posteriormente otros estados imitaran esa posición. Esta serie de situaciones dieron lugar a situaciones desestabilizadoras en sus respectivos países, pero no constituyeron en sí, una crisis financiera del tipo capitalista. La primera caída del tipo capitalista y considerada también como la primera burbuja especulativa, fue la que se generó en los países bajos con la denominada Tulipomanía<sup>31</sup> en el año 1630, la cual fue originada por un crecimiento extraordinario del precio de los bulbos de exóticos colores llamados tulipanes y que, luego de estabilizarse su precio, tuvo efectos desastrosos en esa zona y sus alrededores. Sobre esta crisis inclusive hay una famosa anécdota que narra a un joven marinero que fue honrado en su trabajo por un popular comerciante con un pez llamado arenque para su desayuno, y que luego el comerciante, con conocimiento amplio sobre el encarecimiento de los tulipanes, echó de menos un bulbo valorado en una suma muy significativa, encontrando luego que al buscar al marino lo halló, tremendamente satisfecho, terminándose de comer el bulbo, creyendo que era el

acompañamiento del pescado<sup>32</sup>. Curiosa experiencia que muestra la abundancia con la que se especulaba con los precios de los tulipanes. En estos días todo el mundo ganaba obteniendo cuantiosos beneficios, lo que llevó a muchas personas a volverse ricos. Otra crisis de tipo especulativo fue la que se gestó alrededor del año 1719, cuando en Francia e Inglaterra habían surgido colosales sociedades que dominaban de gran manera en sus respectivas economías e inclusive, en otros territorios fuera de ellos. Estas sociedades eran precisamente: Missisipi Company en Francia y South Sea Company en Inglaterra; en ambos casos se produjo una obsesión y especulación en torno a sus acciones, pero luego de que el mercado se fue a pique, dejó a sus respectivas economías sumidas en un caos.

Excepcionalmente, el físico Isaac Newton tenía acciones de la South Sea Company, que en su momento eran muy bien valoradas en Inglaterra. En un lapso en el que le pareció que el mercado se estaba descontrolado comentó que podía calcular los movimientos de los cuerpos celestiales, pero no la locura de la gente, deshaciéndose posteriormente de dichas acciones. Paradójicamente, un tiempo después tomó participación nuevamente en dicha sociedad adquiriendo acciones a un precio superior del que las había vendido, arrastrado por el entusiasmo del mercado, perdiendo como consecuencia de ello mucho dinero. Narra la historia que desde ese momento prohibió que se pronunciara el nombre de dicha sociedad en su presencia<sup>33</sup>.

No obstante, lo que se podría denominar como crisis financieras globales comenzaron a aparecer con el llamado pánico de 1825 en Gran Bretaña, que presentó los síntomas tradicionales de un pánico financiero con dinero fácil proveniente del mismo Banco de Inglaterra, una burbuja especulativa de bonos y acciones asociados a la inversión en el mercado emergente de Perú y un fraude generalizado, hasta el grado que se vendían bonos de un país totalmente inexistente. Los efectos fueron la quiebra de numerosos bancos y empresas no financieras, se generalizó la desconfianza en los mercados financieros, los créditos se habían suspendido, la crisis se expandió al resto de Europa, los inversores retiraron el dinero de Latinoamérica y casi todos los países habían dejado de pagar su deuda. Posteriormente, se suscitó el denominado pánico de 1857 en los Estados Unidos, basado de manera similar en una corriente especulativa relacionada principalmente al tráfico de esclavos y el ferrocarril. Como en el caso del pánico de 1825 estalló la burbuja, se restringieron los créditos, los titulares de obligaciones bancarias solicitaron su reembolso dejando sin reservas a los bancos, lo cual se transmitió a Inglaterra, el resto de Europa y otras regiones como la India, China, el Caribe, Sudáfrica e incluso Latinoamérica.

A pesar de lo relatado anteriormente, la crisis más destructiva de ese siglo XIX fue el hundimiento de 1873, en donde los inversores de Inglaterra y el continente europeo pusieron nuevamente su interés en inversiones de carácter especulativo en el sector ferroviario de los Estados Unidos y Latinoamérica. Paralelamente a ello, se gestó una corriente especulativa relacionada a los inmuebles en Alemania debido a excedentes de efectivo resultantes de una indemnización por parte de Francia a los alemanes, y que al estallar hizo que los inversores europeos retiraran sus inversiones en el extranjero afectando de manera directa el estallido de la

burbuja relacionada al sector ferroviario de Estados Unidos. Esta burbuja tuvo efectos secundarios tanto en Europa como en el mundo entero, generando una terrible depresión económica y una agudización de la deflación. En Estados Unidos cayó una cuarta parte de las empresas dedicadas al sector ferroviario. Hubo recortes salariales, ascenso del desempleo, disturbios y huelgas en diferentes partes del mundo, que golpearon principalmente a Estados Unidos e Inglaterra, sin embargo, afectó países como Grecia, Honduras y Paraguay. De manera similar se dieron otras crisis durante este siglo con síntomas parecidos a las ya narradas, por ejemplo los pánicos de 1819, 1837, 1866 y 1893. Casi todas surgieron en economías desarrolladas como producto del libre y desmedido otorgamiento de préstamos con fines especulativos, que tuvo como efectos comunes el derrumbe del sistema bancario, problemas relacionados con excesos de deuda e impago de la misma por parte de los países, dando como resultado que los inversores relacionados perdieran prácticamente casi todo.

Adentrados en el siglo XX también surgieron otras crisis financieras cuyos síntomas no son diferentes con respecto a las anteriores. Así podemos citar la crisis de 1907 en Estados Unidos con un boom<sup>34</sup> especulativo asociado a las acciones y el sector inmobiliario. El sistema financiero se venía a pique, en tanto que con el propósito de recuperarse de esta situación, el banquero más importante del momento, J.P. Morgan convocó una reunión con el resto de banqueros para tomar un rumbo adecuado al escenario que se estaba suscitando; ante lo cual no se lograba un acuerdo común, por lo que el señor Morgan procedió a encerrar a todas estas personalidades en la sala donde se encontraban, logrando con ello el anhelado acuerdo que tuvo como producto más importante, el evitar que los efectos de esta crisis fueran devastadores y que seis años más tarde naciera la Reserva Federal de los Estados Unidos, sosteniendo como teoría de base que un banco central como la FED podría en tiempos de crisis servir como prestamista de último recurso.

Evidentemente, la gran depresión de 1929 no fue menos ilustrativa que la de 1907, destacando entre otros aspectos el hecho de que la FED creada pocos años antes, no operó en este caso con una política de otorgamiento de créditos expansiva como se esperaba, sino restrictiva, empeorando la situación y convirtiéndose en el detonante del estallido de esta crisis. Paul Krugman cita que la gran depresión tuvo su origen en una pérdida de confianza que llevó a las empresas y a los consumidores a gastar menos, lo cual se vio empeorado por una crisis bancaria que a su vez dio lugar a una combinación de recesión e inflación, agregando además que los políticos de aquel entonces no supieron cómo reaccionar, pero que sin embargo ahora se cree saber cuál habría tenido que ser la respuesta, y es precisamente la inyección de liquidez en la economía para hacer frente a la recesión y estabilizar los precios.<sup>35</sup>

Entre los síntomas característicos relativos a las crisis financieras globales, destacó el hecho de que la tasa de desempleo pasó de un 3.2% hasta casi el 25%, más de 9,000 bancos suspendieron sus operaciones o cerraron. Se suscitó una especie de guerra monetaria en tanto que se aumentaron los aranceles; los países comenzaron a devaluar su moneda para disminuir la deuda, incrementaron la inflación y algunos llegaron incluso a no pagar sus deudas tal como el caso de

Alemania, y que dio lugar a que Hitler llegara al poder y se desencadenara una de las guerras más sangrientas de la historia humana. No obstante, posteriormente se presentaron algunos eventos positivos tales como el acuerdo de Bretton Woods, estableciéndose un tipo de cambio fijo con respecto al dólar, pudiendo el resto de países canjear los dólares en su poder, por oro estadounidense y además se dio origen al Fondo Monetario Internacional. Esto promovió una estabilidad monetaria, que ciertamente no duró para siempre ya que en 1971 Estados Unidos acabó con sus reservas de oro como resultado del déficit fiscal y el déficit por cuenta corriente.

Y por supuesto, también acontecieron otras crisis de una envergadura quizá no tan superior a las de 1907 y 1929, pero que si tuvieron efectos significativos tales como la denominada crisis del petróleo de 1973, originada tras la guerra del Yom Kippur<sup>36</sup> que se suscitó entre los países árabes e Israel, dando lugar al incremento hasta de cuatro veces el precio normal del petróleo. Más adelante, la década perdida de Japón en los 90's debido a una corriente especulativa asociada al sector inmobiliario y los valores, retomando los síntomas característicos de una burbuja financiera, haciendo caer de una manera abrupta el gran crecimiento que esta nación había presentado en años anteriores. Luego, una serie de pequeñas crisis acontecidas en Latinoamérica y Asia como producto del exceso de deuda de estos países, y otras pequeñas debacles acaecidas en países emergentes con efectos significativos, sin llegar a ser de carácter global, para luego enfrentar la última y gran recesión financiera de 2008. Todo este tipo de burbujas y sus efectos son muy antiguos y han acompañado siempre al capitalismo, de hecho la mayoría de crisis han tenido como elemento característico burbujas de tipo inmobiliario, pero aún así después de lo relatado según los analistas históricos, pareciera el efecto de una amnesia colectiva, ya que los duros episodios, no han quedado presentes en la memoria de los financieros. ( Ver Anexo 2)

Las respuestas políticas y económicas debieran ser un punto de partida importante a estos eventos históricos para establecer las circunstancias correctivas, que convendría poner en práctica en presentes y futuras crisis. La historia por ejemplo, ha hecho insistencia en el papel distinguido que desempeñó el New Deal<sup>37</sup> en los tiempos del presidente Franklin Roosevelt. Estos impulsos no fueron exclusivamente la consecuencia de esfuerzos aislados y más bien, reflejaron una voluntad conjunta que involucró a líderes políticos y empresariales por igual. Lo importante del caso es que de algún modo intentaron razonar la historia y cambiar el rumbo de la economía y de las finanzas. Entonces las experiencias de las crisis financieras, sí deben hacerse sentir en las mentes de los participantes en los mercados.

### **3. Predictibilidad de las Crisis Financieras**

Indudablemente, una de las interrogantes más enunciadas en relación a las crisis financieras es por qué éstas no se han podido predecir; sin embargo quizá la pregunta debería ser, que si bien hay quienes la predicen, por qué los gobernantes, políticos, reguladores independientes, e inversionistas hacen oídos sordos a tales predicciones. Ya se ha mencionado que las crisis se han caracterizado de una forma en donde resulta fácil suponer que la conducta del mercado y la ambición al dinero, es capaz de perturbar la sensatez y la cordura de las personas.

Quizá sea la propia irracionalidad humana lo que haga tan propensos los mercados financieros a las burbujas especulativas. Otros señalan específicamente, que pudiera ser la escuela económica del libre mercado<sup>38</sup> lo que hace en algún momento, impensable diagnosticar el apareamiento de estas crisis, cuando en realidad resulta que no se ha querido advertir su retorno. En ese sentido, bajo la pretensión de esclarecer las razones de las crisis se ha hecho alusión a acontecimientos inesperados que ocasionan enormes impactos. El colapso financiero de 2008 justamente, ha sido percibido por muchos como algo que ha surgido de forma inesperada, imprevista, que ha sorprendido a una sociedad que pensaba y actuaba dando por supuesto, que tales acontecimientos eran cosas del pasado y que no podían producirse. No obstante, para otros las crisis son eventos normales, considerando que sus causas no son incógnitas. Muy diferente resulta ser lo que verdaderamente es desconocido y sus causas se adjudican con mucha razón, al famoso fenómeno de la aleatoriedad; debiendo admitirse, que es posible que concurren sucesos que resultan ser susceptibles de predecir en relación al resto.

El apareamiento de las crisis y las burbujas especulativas han logrado pasar inadvertidas y ser impredecibles para muchos. Ya lo expone Benjamín Graham describiendo cómo incluso Issac Newton permitió que el clamor de las grandes masas en el mercado se impusiese a su propio juicio, adquiriendo acciones de la South Sea Company la cual era una sociedad de carácter especulativo, distando de lo que era un “inversor inteligente”<sup>39</sup>, para lo cual según Graham, no se requería de un elevado coeficiente intelectual y una gran formación.

Y efectivamente, se ha esperado que con los avances tecnológicos existentes en la actualidad en relación a los pronósticos, se pudiera presagiar de manera más certera el surgimiento de las crisis como si se tratara de fenómenos naturales. Algunos enfatizan que lo ideal podría ser un método que fusione los modelos matemáticos en relación con un análisis integral a fin de identificar cuándo una nueva era de la historia está comenzando. Los estudiosos en el ámbito de la inversión por su parte, hacen uso de análisis cíclicos. Dicho análisis expone que hay periodos de expansión y contracción que tienden a ocurrir a intervalos regulares en las economías. Sus orígenes se suponen no estaban a la vista en un inicio, y poco a poco se advirtió que había un ritmo periódico en estas fluctuaciones.

El economista británico Stanley Jevons en 1870 señaló que se podían observar lo que él describía, como crisis económicas, las cuales tenían lugar cada 9 a 12 años y pensaba que estaban vinculadas al efecto del ciclo solar en las cosechas. Situación similar ocurrió con los análisis de las tasas de interés y precios en la década de 1860, del economista francés Clement Juglar, en donde se alternaban periodos de prosperidad y liquidación en promedios de 9 a 10 años. Nicolai Kondratieff, mediante un análisis estadístico de los precios de las materias primas, las tasas de interés, los salarios y otras variables, a finales del siglo XVIII llegó a concluir que las variaciones a largo plazo eran una particularidad propia del sistema capitalista, ocurriendo desaceleraciones y subsiguientemente espacios de recuperación económica.

De manera interesante se hicieron algunas consideraciones prácticas relacionadas con estas señales, argumentando que antes de una fase de alza tienen lugar las creaciones técnicas e innovaciones; así también que la fase descendente del período coincidía con espacios de depresión en la agricultura. Esta idea suponía que el capitalismo contenía un mecanismo autocorrector. Por otra parte, el austríaco Joseph Schumpeter analizó que las economías alternaban periodos de contracción y de expansión, así como el efecto que tiene la innovación financiera en los periodos de expansión, añadiendo que los esquemas de los ciclos económicos no eran idénticos, pero que contribuían a interpretar el patrón general de la vida económica. En este sentido, hizo énfasis en la conexión evidente entre la economía subyacente y el mercado accionario, en donde se dedujo que el valor de las acciones normalmente aumenta antes de una recuperación y disminuye antes de una recesión.

En las diferentes etapas de la historia se han mostrado contrariedades con las predicciones, sobre todo en lo que respecta a las burbujas especulativas, de hecho durante el inicio de las crisis siempre existen por una parte, presagios optimistas, pero por supuesto también predicciones de desastres. Sin embargo, nadie aún ha podido predecir con incuestionable precisión, el espacio específico del tiempo en el cual se fragmentarán esas burbujas especulativas y sus efectos. Inclusive, tampoco ha sido posible presagiar con rigor por otro lado, los logros extraordinarios de algunas empresas. Esto no significa que debe hacerse caso omiso a los pronósticos y las tendencias del mercado, sino más bien, no tener una fe ciega en ellos.

En la reciente crisis hubo una serie de personajes que tuvieron una apreciación muy optimista, tales como Mervyn King, gobernador del Banco de Inglaterra que manifestó en mayo de 2008 que cabía la posibilidad de que se tuviera uno o dos trimestres de crecimiento negativo, pero que la recesión no era una situación por consolidarse. Así también, Jean-Claude Trichet, presidente del Banco Europeo manifestó en junio de 2008 que se avecinaba un recorte en el crecimiento en Europa durante el segundo y tercer trimestre de este año, para después retornar a la senda de un crecimiento moderado y progresivo en el cuarto trimestre. Por su parte, Simon Johnson, quien entonces era economista jefe del FMI, declaró al comienzo del verano de 2008 que todos los riesgos que se cernían sobre sus previsiones parecían menos amenazadores que seis meses atrás, adoptando una posición en la que la crisis era algo pasajero. De manera similar, personajes políticos como el presidente del gobierno español, al inicio de la crisis se limitó a negar cualquier acaecimiento bajo el nombre de crisis, calificándola como una desaceleración, diagnosticando que la economía simplemente crecería a un nivel menor que años anteriores.

Por el otro lado se hallaban quienes pronosticaban el desplome mundial, entre ellos Nouriel Roubini, profesor de economía de la Universidad de New York quien escribió un informe en el año 2004, en el que advirtió que los desequilibrios en las economías desarrolladas del mundo eran insostenibles e inducirían a un hundimiento del sistema económico en los próximos años. Auguró además, en relación a la economía estadounidense, el estallido de una burbuja inmobiliaria, un incremento sumamente significativo del precio del petróleo y consecuentemente,

desconfianza por parte de todos los participantes en el mercado, como parte de una gran recesión. Por tal razón lo tildaron de apocalíptico, pero ahora se le considera un profeta económico. El economista William White indicó los riesgos potenciales de las burbujas crediticias y de activos, y fue bastante sólido en sus afirmaciones en 2005 y 2006 en relación a las regulaciones monetarias, las cuáles consideraba exageradamente frágiles, cuyas consecuencias se percibirían por medio de la expansión del crédito fácil y barato. Joaquín Almunia, comisario europeo de asuntos económicos y financieros en 2006, afirmó que el acrecentamiento de la deuda de las familias era un serio elemento de riesgo; señaló también, que el precio de la vivienda estaba sobrevalorado y que el endeudamiento de los hogares conduciría a la falta de sostenibilidad. Del mismo modo, se podría citar a otros personajes como Joseph Stiglitz a quien ahora se le denomina “el sabio”, Raghuram Rajan, Nassim Nicholas Taleb; entre otros, que ya presagiaban la llegada del colapso económico y financiero.

Curiosamente el actual presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke afirmó en 2008 lo siguiente: "Entonces estuvimos muy cerca del colapso", en una entrevista concedida a una cadena radio y televisión estadounidense. Así también, aseveró en otra ocasión previo al estallido de la crisis: "Hemos evitado el riesgo de una depresión"<sup>40</sup>; y resulta intrigante dado que el señor Bernanke lució como si desconociera de la historia de las crisis financieras, situación que se sabe es todo lo contrario. Graduado de Harvard, donde estudió economía en 1975, posteriormente recibió un doctorado en economía del Instituto de la Tecnología de Massachusetts (MIT) en 1979, basando su tesis doctoral en la Gran Depresión de 1929, pero sus mensajes en pleno desarrollo de la crisis, quedaron deslucidos. En ese contexto, la dificultad de hacer previsiones para algunos, se manifiesta en el hecho de que uno de los mayores gurús del planeta, Warren Buffet<sup>41</sup>, perdió alrededor de \$16,000 millones en los once primeros meses de 2008, de manera similar que muchos otros ricos del mundo, que no pudieron prever la llegada del colapso.

Sin lugar a dudas de todos los personajes citados, el caso de Nouriel Roubini merece algo más de admiración y atención. Es sabido que en 2004, inició sus advertencias referentes a la economía en los Estados Unidos, y en 2006 expuso sus presagios más pesimistas. De tal manera que, al iniciarse la crisis, fue citado públicamente como el doctor catástrofe, advirtiendo que cientos de hedge funds<sup>42</sup> explotarían, y que algunas bolsas tendrían que cerrar hasta por una semana para que no se extendiera el pánico financiero.

En algún momento cabe pensar que las crisis no son imprevisibles en todo, por lo tanto, los pronósticos pesimistas que señalan contundentes desastres financieros, sobre la base de la irracionalidad, acrecentamiento de burbujas, la innovación y la desregulación tienden a ser obviados; pero sin embargo, muchos los califican como discursos impertinentes. Y evidentemente, estas consideraciones pesimistas tienen su historia, de hecho, Roger Babson el economista que pronosticó la caída de los mercados en 1929, fue tratado por los medios de comunicación de la época como antiamericano.

La veneración que se hace al dinero, revela la negativa de la mente humana para reconocer lo que muestra la historia, al no querer distinguir lo que realmente es evidente, y por consiguiente, el riesgo de caer en los mismos errores. En efecto, el apetito por el dinero en forma desmedida, puede impulsar a que los individuos se manifiesten seriamente insensibles a las advertencias de los que verdaderamente conocen acerca de éstas.

### **III. LA HISTORIA Y LA CRISIS FINANCIERA DE 2008**

#### **1. La evolución histórica de la crisis**

El inicio de la crisis tuvo como señal de salida el estallido de la burbuja inmobiliaria al venirse abajo los precios de la vivienda, lo que se puso de manifiesto en el primer trimestre de 2007 en Estados Unidos; instante en el cual todos aquellos deudores que no habían sido objeto de una evaluación de riesgo en torno a su capacidad de pago, y que ostentaban un nivel de renta bajo, al enterarse que el valor de sus viviendas resultaba ser inferior al monto hipotecado, optaron por devolver sus propiedades a los acreedores y resarcir de esa manera su compromiso financiero. Fue así como salieron a la luz los afamados activos tóxicos<sup>43</sup>, que constituían la garantía de muchos títulos comercializados en el mercado y que en ese entonces perdieron casi por completo su valor, no obstante que ya muchos se habían enriquecido con su venta.

Pese a lo citado en el párrafo anterior, la última recesión no surgió de la noche a la mañana, y fue la consecuencia inevitable de la aplicación de ciertas políticas que favorecían intereses particulares dentro de los mercados financieros. Se trató de una construcción lenta y paulatina de muchos años atrás, constituyendo una edificación en sí misma, que seguramente ha marcado el final de una era más del sistema capitalista, teniendo como orígenes principales, las economías de los países distintivos de éste sistema, como Estados Unidos e Inglaterra. Sin embargo, en un contexto globalizado las crisis se ven impulsadas por desequilibrios que se suscitan también en otras economías no tan desarrolladas, y que favorecen las inestabilidades de las grandes.

Paradójicamente, siendo el capitalismo el sistema predominante y que promulga el libre mercado, en el final previsible de la crisis, surge nuevamente la intervención estatal y un cambio en los procedimientos de regulación. En efecto, luego de la depresión de 1929 y sus graves desequilibrios en la economía mundial, había que hacer algo, y el gobierno intervino para asegurar entre otras cosas, los depósitos de las personas comunes y generar confianza. El mecanismo adoptado fue la regulación de los bancos, de modo que no asumieran riesgos excesivos. Años más tarde se establecieron las reglas para las relaciones comerciales y financieras entre los países más industrializados del mundo. Este fue un movimiento que en esencia parece importante, sin embargo lo fue mucho más de lo que pudiera pensarse, ya que significó la aparición del costo de utilizar monedas en otras denominaciones dentro del mercado de importaciones y exportaciones entre los países, generando el riesgo de tipo de cambio.

De allí que en 1972 aparecieron también los futuros de divisas que fueron prácticamente los segundos en su tipo, luego de los futuros para los commodities. Al mismo tiempo en los años 80's, la liberalización y desregularización del mercado tomó auge, motivadas por los argumentos de personajes como Milton Friedman, quien afirmaba que el énfasis en la intervención estatal era un fracaso. Asimismo, el apogeo de dichas teorías se vio impulsado por instituciones académicas como la Universidad de Chicago. Los representantes políticos de las potencias capitalistas de ese entonces, no limitaron esfuerzos para alentar esa posición, aseverando que la población en su gran mayoría se vería beneficiada tomando parte en la liberalización del mercado mediante los fondos de pensiones y la facilidad del movimiento de flujos efectivo, lo cual llevaba paralelamente la intención de deteriorar en cierta medida, la creciente corriente socialista en muchos países. De manera efectiva, esto dio lugar a que empresas aseguradoras y fondos de pensiones movieran sus flujos de efectivo fuera de sus fronteras con mucha facilidad.

La política de disminución de la inflación en los años 80's también favoreció el incremento de los precios de los activos, situación que trascendió hasta dos décadas después. Con ello también se fue erigiendo una nueva estructura en el mercado de capitales, ya que en 1999 se abolió la Antigua ley Glass-Steagall<sup>44</sup>, surgida durante la gran depresión. Lo cual resultó ser contradictorio ya que la finalidad de ésta ley era que no se pudiera especular con el dinero que la gente había depositado en los bancos. Pero en fin, la ingeniería y la innovación financiera evolucionaban poco a poco en el mercado financiero, de modo que el negocio bancario se diversificaba y crecía; volviéndose mucho más complejo e incomprensible.

Los instrumentos financieros se comenzaron a transformar y era posible negociar de manera separada con ellos. Tal es el caso de los contratos de opciones como tales, que si bien ya eran conocidos, tuvieron su auge en 1973 cuando se publicó el modelo de valoración de Black-Scholes-Merton. Luego aparecieron una serie de instrumentos más sofisticados. Al grado que con la existencia de las tasas de interés flotantes, los solicitantes que prestaban podían ahora realizar un cambio a tasa fija y cambiar su exposición al riesgo dependiendo de sus augurios referentes a la tendencia de las tasas. Una generación aún más avanzada de estos instrumentos apareció posteriormente y crecieron de manera vertiginosa. Toda esta ingeniería financiera hizo que los reguladores no pudieran determinar con precisión el riesgo total de una firma. No obstante, las autoridades reguladoras no admitían tomar una posición en contra de estos movimientos.

Otra herramienta que contribuyó para la formación de la crisis, fue el proceso de titularización<sup>45</sup>, el cual se comenzó a generar desde los años 70's, y que no es más que el empaquetamiento de préstamos para ser vendidos a diversidad de inversionistas, en algunos casos de manera engañosa, ya que no se trataba precisamente de créditos de gran calidad en muchos casos, sino todo lo contrario. Además, implicaban de manera sencilla el rompimiento de la relación entre el prestamista y el prestatario con la idea de brindar una cobertura a los riesgos. En esencia, los que compraban títulos provenientes del sector inmobiliario por ejemplo, en realidad financiaban a los adquirentes de los inmuebles tuvieran o no conocimiento de quienes fueran. No obstante, se

impulsaron algunos leves intentos para regular esta situación sin una sincera convicción, pero estas motivaciones no fueron nada significativas para evitar el desarrollo de estas herramientas financieras y un potencial colapso. Por ejemplo en 1988 mediante los acuerdos de Basilea I<sup>46</sup> se establecieron lineamientos para garantizar un mínimo de capital en los bancos. Más adelante en el año 2004, se establecerían los denominados acuerdos de Basilea II.<sup>47</sup> Estas regulaciones exigían mayores reservas de capital para los bancos, lo cual requería de cierto costo, por lo que esta misma situación dio lugar al diseño, no tan benigno de los vehículos de inversión estructurada, cuyo propósito era mantener activos hipotecarios de alto riesgo para que no aparecieran en los balances de la institución bancaria principal y aunado a ello, el apareamiento de los seguros contra impagos de créditos.

## **2. El apareamiento de la crisis**

Indiscutiblemente, la reciente crisis financiera no posee características exclusivas, pero para algunos se diferencia de otras debido a que estalló en forma inesperada, pese a que se venía integrando desde hace muchos años. Personajes como el economista Roubini, señalan que la crisis tuvo similitudes con muchas otras, pero sin embargo muchas causas fueron únicas<sup>48</sup>. Lo anterior es evidente cuando se observa el desarrollo de la ingeniería financiera, los productos financieros, los títulos tóxicos de alto riesgo y otros elementos distintivos de esta crisis, en donde resulta muy similar a otras que han sobrevenido con anterioridad.

Ahora bien, la explicación más evidente de la recesión de 2008 es adjudicada al riesgo moral materializado en la avaricia; es decir, el ansia de dinero de los inversionistas y sus administradores financieros ocasionó que un sistema económico pervertido exacerbara cada vez más el sistema financiero. Y se puede afirmar que no se trató de razones accidentales ni benévolas; fue una corriente que creció a medida que pasaba el tiempo. La innovación financiera permitió facilidades a los especuladores que querían ganar más, hasta el grado de hacerlo no ya sólo sobre los beneficios, sino también sobre los ingresos futuros. Se descubrió que era posible originar instrumentos financieros y distribuirlos en todos los grandes mercados financieros sin considerar sus repercusiones. El principal medio para ello lo constituyeron las hipotecas inmobiliarias, cuyos acreedores culparon a los prestatarios por adquirir préstamos más allá de su capacidad real. Sin embargo se ha argumentado que en muchos casos las personas que tomaron estos préstamos, no tenían plena conciencia de la responsabilidad que adquirirían y fueron objeto del crédito fácil, rodeados por vendedores de créditos que inclusive falseaban información, dando como resultado la subasta de sus propiedades y llevando a muchos a situaciones totalmente desequilibrantes, inclusive como citan algunos, a suicidios y divorcios.

Podría pensarse en medio de todo esto que las hipotecas de alto riesgo tenían en un inicio pretensiones sociales, no obstante por los resultados que éstas han mostrado, ahora pueden catalogarse como tragedias en cuanto a su aplicación. Efectivamente, en cuanto a estas obligaciones prácticamente no existían regulaciones firmes. Pero la crisis no asumió en las hipotecas de alto riesgo su único medio, no sin tener de la mano, los incentivos que

contribuyeron a que la avaricia fuera canalizada. De hecho fueron incentivos perversos ligados a beneficios a corto plazo los que produjeron que banqueros e inversionistas asumieran riesgos cada vez más peligrosos, creando inclusive seguros contra impagos de créditos que fueron los que llevaron a la quiebra a empresas como AIG<sup>49</sup>. Y es que la remuneración de estos gestores no dependía de los rendimientos a largo plazo, sino de los precios bursátiles, originando que buscaran elevar el precio de las acciones, hasta el grado de desnaturalizar la realidad. En cuanto a los gobiernos corporativos<sup>50</sup> éstos quedaron inoperantes al mismo tiempo, o incluso antes que el mismo sistema financiero, no pudiendo poner fin a todos esos movimientos que afectaban el mercado y únicamente se preocuparon por sus intereses particulares.

Los principales accionistas de las compañías involucradas carecían de interés por ejercer control sobre las operaciones de sus empresas, ya que estaban altamente apalancadas; y por otra parte se habían garantizado en muchos casos con el seguro contra impagos, lo que les hacía pensar que sus riesgos estaban cubiertos y que sería en última instancia un rescate financiero lo que los salvaría. Como en otras épocas de crisis la liberalización del mercado fue un común denominador, dirigiendo a la economía estadounidense a un triste término. Las autoridades por su parte, se quedaron confundidas ante estas situaciones y no supieron actuar como reguladores y por el contrario, incitaron a la innovación financiera que sería un elemento perfecto para el desarrollo de esta crisis, al grado que la frase popular tanto en Washington como en Londres era que los mercados sabían lo que era mejor y que nunca fallaban.

Las calificadoras de riesgo por otro lado, motivaron también la invención financiera y concluían como poco importante que los acreedores evaluaran el riesgo y que se tomara en cuenta la capacidad de pago de los solicitantes de créditos; dieron su aprobación a un gran proceso de titularización y empaquetamiento de valores, e hicieron que sectores como los fondos de pensiones se sintieran impulsados a invertir en activos tóxicos, considerándolos seguros. Este proceso de titularización permitió la transferencia del riesgo, dando la posibilidad a los originadores de las hipotecas a deshacerse de ellas, llegando a venderlas a otros inversionistas que desconocían dicho riesgo y que en muchos casos se trataba de inversionistas extranjeros; pero la estimulación era la misma: la avaricia.

Se considera que las agencias de calificación crediticia pudieron haber evitado toda esta situación, ya que habitualmente en una banca tradicional, lo que impera es la evaluación de la solvencia, para luego conceder préstamos y posteriormente la supervisión de los mismos para garantizar su pago. Pero las agencias de calificación estaban remuneradas por estas mismas empresas y por lo tanto, no existía una independencia total y seguramente comprendieron que la titularización sería una buena fuente de ingresos. Es decir, que todos los participantes del mercado financiero, habían incumplido con las funciones relativas a la gestión del riesgo. Por lo que el inicio de la crisis fue una combinación de lo viejo y lo nuevo. O como bien han citado algunos críticos y estudiosos, que lo sorprendente de la crisis económica de 2008 es que fuera una sorpresa para muchas personas.

Dinero fácil debido a las políticas de la Reserva Federal que disminuyó los tipos de las tasas de interés, permitiendo el incremento de los créditos y acrecentando la burbuja inmobiliaria. La disminución de estas tasas de interés motivó el incremento en el precio de todos los activos, desde acciones y bonos, hasta locales de oficinas, viviendas y centros comerciales. Esta situación hizo que se percibiera la existencia de riqueza, emoción que tuvo un efecto tal que penetró en las operaciones de la bolsa y de todos los mercados. Lógicamente, la abundancia de dinero barato proveído por el sistema financiero, la percepción de que el riesgo de las inversiones estaba cubierto y que los precios únicamente podían tomar un rumbo ascendente, estimuló la demanda de activos de todo tipo. Naturalmente el dinero fácil conduce a un auge en la inversión, a un fuerte crecimiento y una prosperidad engañosamente sostenida.

Ante ello, se trató de reaccionar incrementando los tipos de interés, sin embargo las medidas no fueron efectivas ya que había excedentes de efectivo en el extranjero en países como China, Japón y Alemania, otorgando a Estados Unidos más recursos para inflar la burbuja inmobiliaria. Pero luego aconteció que el precio de los inmuebles se estabilizó, y el colapso del sistema financiero se hizo presente una vez más. Los prestamistas hipotecarios que no eran entidades bancarias quebraron tras los aumentos de impagos entre los prestatarios. Los bancos habían acumulado una gran cantidad de activos tóxicos y creado productos incomprensibles en torno a ellos, y fue allí cuando se configuró el pánico clásico. La confianza y la buena fe en la que se basa el sistema financiero desaparecieron casi por completo.

A diferencia de otras crisis no sólo se había generado el pánico en bancos comerciales, sino también en otras instituciones como sociedades con propósitos especiales<sup>51</sup>, bancos de inversión, aseguradoras y fondos de cobertura. La modalidad operativa era prácticamente la misma, ya que se veían facilitados por el dinero de los depositantes, el cual empleaban colocándolo en valores de baja liquidez y alto riesgo a largo plazo. Por su parte la Reserva Federal, en definitiva jugó su papel de prestamista de último recurso y confirió dinero de garantía de depósitos. Los mercados se encontraban paralizados y con ello, las importaciones y exportaciones cayeron por los suelos; sin crédito a las compañías se les hacía prácticamente imposible trasladar la mercadería de un país a otro. Esa interdependencia de los mercados hizo que los problemas que afectaron a la economía de Estados Unidos, llegaran a incidir en muchos otros países del mundo, es decir la especulación en el sector inmobiliario, exceso de deuda de las entidades financieras, déficit por cuenta corriente, sobrevaloración de monedas y operaciones de alto riesgo, entre otras.

Adicionalmente a lo anterior, un buen porcentaje de las hipotecas estadounidenses habían sido vendidas en el extranjero, sobre todo a países europeos y china, por lo que no era de extrañarse que la crisis se hiciera extensiva. Justamente en este contexto, fue que la historia de las crisis financieras relegadas y acumuladas en los libros, resurge para describir lo que acontecía. Y no es para menos, lo antiguo parecía retornar, y para los que carecían de conocimientos acerca de la historia, representaba un fenómeno inexplorado.

Pero fueron los textos de economistas como por ejemplo Keynes, Schumpeter, Fisher e incluso Marx los que sí lograron darles sentido a todos estos hechos. Todos coincidían en el hecho que estudiaron la forma en cómo el sistema capitalista podría abatirse en una crisis. Y de hecho, citan algunos críticos de que sus nombres se pronunciaban con solemne respeto en pleno apogeo de la debacle financiera. Existe suficiente evidencia empírica como para tener presente que las teorías y modelos que se han reverenciado por años y décadas, parecen desfasados. La economía como disciplina, ha sido considerada como un área de estudios prestigiosa por el impulso de teorías importantes y que han sido implementadas en la vida práctica, siendo elogiada por su contribución en expresar los diversos escenarios del proceder de los individuos.

Pero luego con la llegada de la crisis y ante una serie de críticas, sus ajustadas predicciones de desastres y la histórica caída de la producción mundial, han hecho decaer dicha profesión; y en la percepción de muchos, ahora se califica como deficiente e inclusive con nivel de descrédito, argumentándose que ha perdido todo su brillo. De hecho el economista Paul Krugman, ante esta recesión mundial replicaba que muchos de los pasados treinta años de la macroeconomía fueron realmente, de muy poca notabilidad y relevancia<sup>52</sup>. Y evidentemente, los hechos le dan la razón dado que esta crisis ha dado lugar para que ciertas ideas de lo que se ha estudiado en materia de economía queden en tela de juicio. Ahora se dice que si la insuficiencia de conocimiento fue lo que consintió que los capitalistas y otras personas involucradas en los mercados se excedieran al exaltar las virtudes de esa disciplina, también ese mismo impulso les revela ahora sus errores.

La teoría de los mercados eficientes por ejemplo, supone que los precios de los instrumentos financieros están de acuerdo a la información disponible. No obstante, eventos históricos como lo ocurrido el 19 de octubre de 1987, cuando el mercado en Estados Unidos declinó en 22% sólo en ese día, mientras que en Hong Kong se redujo en un 45%, pueden demostrar una situación inversa<sup>53</sup>. Estos y otros sucesos similares ocurridos aunados a la reciente crisis, hicieron quedar a esta teoría como una simple proposición. De manera similar, la teoría de portafolio de Markowitz<sup>54</sup> pudiera considerarse obsoleta, en cuanto se ha considerado que en esta crisis las estimaciones sobre el rendimiento fueron demasiado altas, o por el contrario las estimaciones del riesgo fueron muy reducidas. O se argumenta también que, aunque pudiesen haber sido correctas las estimaciones del riesgo y del rendimiento correspondiente, la herramienta de la diversificación en sí, resultaba insuficiente al momento de valorar activos tóxicos.

En cuanto al modelo de valoración de activos y prima de riesgo, comúnmente conocido como CAPM<sup>55</sup>, existe también evidencia en contra en el sentido de que la representación de la curva que liga el beneficio de un activo sin riesgo con el retorno de mercado, podría dar por resultado un rendimiento negativo o lo que sería igual, un premio otorgado por el mercado a un activo riesgoso puede resultar negativo, desafiando de este modo la tradicional postura de una prima positiva. La evidencia histórica también muestra que durante décadas las acciones han presentado un rendimiento peor que los bonos a largo plazo. Es así como los economistas del momento que elogiaron las virtudes de la desregulación, la eficiencia de los mercados y la innovación

financiera han llegado a parecer desfasados; y a pesar que la crisis había estallado, seguían motivando el endeudamiento y esperaban el apareamiento de la capacidad autoreguladora del mercado, lo cual nunca llegó. Paradójicamente esos factores terminaron acrecentando la burbuja especulativa. Algunos han logrado situarlos literalmente, dentro de la lista de responsables de esta debacle financiera. Pero finalmente corresponde ahora cuestionarse, si en definitiva se asimilará esta última gran recesión y todas las demás para no repetir los mismos errores, exigiendo un cambio significativo en cómo se responde ante ellas. (Ver Anexo 3)

### **3. Repercusiones de la crisis en América Latina**

América Latina posee como uno de sus emblemáticos antecedentes de apuros financieros, la denominada crisis de la deuda de los años ochenta. Como respuesta a eso se generaron transformaciones de la economía cuyo distintivo característico fueron las privatizaciones; y así posteriormente, una serie de reformas económicas y financieras que disponían a los estados para una nueva etapa posterior a la referida crisis. Ello permitió que en el siglo XXI se gestara un ciclo de relativa bonanza explicado de alguna manera por las reformas económicas señaladas, permitiendo la explotación de factores externos que impulsaron un crecimiento económico según algunos analistas. Al mismo tiempo se produjo un incremento en los precios de las materias primas, los flujos de inversión, las remesas de los emigrantes y el acceso al crédito. Pero en medio de todo esto aparece de manera inesperada la crisis financiera de 2008, estimulando cambios significativos en el contexto global.

Si bien en América Latina los mercados financieros no son tan desarrollados como en Estados Unidos, y otros países europeos, esta crisis financiera también tuvo sus implicaciones. La historia no fue tan diferente en cuanto a la percepción que de ésta se tuvo; ya que en un principio era de poco asimilable, no obstante esta región del mundo no podía eximirse de las repercusiones que pudiera causar. Los gobiernos en principio, no lograban comprender o aceptar la llegada de una crisis, como también sucedió en Estados Unidos en un inicio. Y es que a comienzos de 2008, aún era sostenido por muchos que la crisis era cosa de los países desarrollados, pero llegaron sus efectos y al igual que como al resto de estos países desarrollados, se presentó el tiempo de reconocer la calamidad. Las implicaciones fueron revelándose en forma progresiva, y poco a poco su reconocimiento fue inevitable.

A finales de 2008 y comienzos de 2009 se apreció la complicación de poder acceder al crédito en los mercados internacionales, aumento de las tasas de interés y una disminución de los productos internos brutos en la mayoría de los países latinoamericanos. El canal financiero generó problemas iniciales muy graves para muchas empresas de la región, sin embargo no fue el único medio transmisor de la crisis. Como una consecuencia evidente en los primeros meses de su percepción, se tuvo la fuerte devaluación del tipo de cambio en diversas naciones de la región, y sobre todo en América del Sur. En Brasil por ejemplo el Banco Central, en noviembre de 2008 le dio la razón a la amenaza de la crisis.

No obstante una vez que se reconoció la crisis se menospreciaron sus repercusiones, como también sucedió en muchas otras partes del mundo. Precisamente, apareció cierto optimismo en esta etapa, al grado que algunos estados creyeron poseer mecanismos para mantener el crecimiento, evitar la recesión y aventurarse a presagiar datos positivos de bienestar económico para sí mismos. Ahora bien los efectos que se apreciaban a nivel global, que sin duda afectarían a todos los países de América Latina, no se dieron en todos los países por igual.

Al final del año 2008 la desaceleración económica en Brasil se hizo sentir, también el desempleo. Esta economía fue duramente golpeada debido a dos situaciones que la ligaban a los países en donde se originó la crisis, y son precisamente la caída en los precios de las materias primas que exporta y la fuga de capitales que previo a la crisis habían ingresado de gran manera. Otros países afectados con la baja de los precios de los activos, fueron los países mineros, es decir Venezuela, Colombia, Ecuador, Perú, Bolivia y Chile. Sin embargo, la situación de Ecuador resulta especial, ya que esta nación estuvo limitada en sus posibilidades de aplicar políticas debido a la dolarización de su economía. En consecuencia, cuando la generalidad de las economías latinoamericanas experimentaron devaluaciones de sus monedas con relación al dólar, los productos ecuatorianos perdieron competitividad tanto externa como internamente. Es evidente que tanto la dolarización como las restricciones comerciales incidieron en el intercambio de esta nación con los restantes países de la región. Otro efecto que se produjo en Suramérica fue la debilitación de las reservas internacionales.

México por su parte, fue afectado en los meses iniciales de 2009 debido a su elevada dependencia con Estados Unidos en el campo de las exportaciones. En fin, el colapso financiero como es sabido, significó para los países de América Latina una disminución de su riqueza, la cual ascendió a proporciones substanciales, contribuyendo a la desaceleración económica. Las secuelas de la recesión en los Estados Unidos, ha afectado el flujo de remesas enviadas por trabajadores inmigrantes a sus países de origen en Latinoamérica, logrando disminuir su monto total, en relación a los años antes del estallido de la crisis. Las remesas constituyen un flujo de recursos importante para diversos países de la región, siendo a la vez su primordial fuente de divisas. Otra consecuencia de la crisis, es el efecto que ha tenido la modificación de las preferencias en la selección de activos en las carteras de inversión a nivel internacional, al grado que se enfatiza en aquellos que proponen mayor seguridad y confianza, lo cual ha llevado al incremento de las primas de riesgo, lo que lógicamente al igual que todos los eventos generados por la crisis financiera de 2008, han afectado la inversión, el empleo y los niveles de vida en todo el mundo, inclusive en la región latinoamericana.

La enseñanza de la historia se hace presente, ya que los analistas sostienen que fueron las pautas macroeconómicas precedentes por parte de los países de esta región, las que permitieron una respuesta positiva ante la crisis y que sus efectos no fueran tan devastadores; lo cual es una perspectiva de la situación latinoamericana, que para los críticos podría significar una muestra de madurez, y que se asume como una señal de aprendizaje histórico.

#### 4. Repercusiones de la crisis en El Salvador

Al describir la crisis y su naturaleza global, El Salvador al igual que el resto de los países latinoamericanos, no queda al margen de sus efectos. Y no es algo que sea históricamente ignorado, puesto que ya se ha experimentado en el pasado. De hecho en la crisis del año 1929, se tuvo como efectos en El Salvador, la caída de los precios y cantidades de café exportado en el año 1930; una disminución de la actividad económica en el año 1931; desempleo; problemas de liquidez en el sistema financiero; conmoción social e insurrecciones populares; déficit fiscal en los años 1931 y 1932; disminución de los ingresos del estado que obligó a reducir gastos, atrasar e inclusive disminuir los salarios de los empleados públicos.

Para la crisis de 2008 concurren algunos elementos que han funcionado como transmisores de la desaceleración de la economía global y que se evidenciaron finales de ese año. En primer lugar, las exportaciones hacia Estados Unidos, principalmente del sector maquila, que se vieron reducidas a razón de la disminución de la demanda. Pero también es de señalar que similar efecto se produjo en los países de la región, lo que a su vez, redujo el nivel de exportaciones de El Salvador hacia esos países. Otro elemento fue la pérdida de empleo de los salvadoreños en Estados Unidos, sobre todo en el sector de la construcción, en la que muchos se encuentran y que repercutió en el envío de menos remesas. Un factor que también se vio relacionado a los anteriores fue la disminución de la migración hacia Estados Unidos.

En esta crisis con orígenes en países desarrollados como es el caso de Estados Unidos y los países europeos, no se auguraban en El Salvador las secuelas de una calamidad, como se dio en esos mismos países con la manifestación de pronósticos pesimistas emitidos por algunos personajes que fueron ignorados antes del gran estallido. No obstante, los elementos de transmisión de la misma tuvieron lugar dando como resultado un impacto en el consumo y la inversión; a su vez en las remesas, lo cual afectó el poder adquisitivo en los ciudadanos comunes; el desempleo, que originó el retorno de migrantes y al mismo tiempo generó presión en el mercado laboral formal e informal; fue entonces que instituciones reguladoras, estatales, internacionales y locales, ante la contracción generalizada de la actividad económica, hicieron sus respectivas estimaciones, presagiando en primer lugar, una disminución del PIB para el año 2009. La incertidumbre se vio estimulada aún más en vista que las elecciones legislativas y presidenciales tuvieron lugar a inicios de ese año. Evidentemente, las estadísticas reflejan ahora que para el año 2007 la tasa de crecimiento real del PIB fue del 4.7%; en 2008 de 2.5%; para 2009 del -3.5% y para 2010 se reflejó una tasa levemente positiva de 0.7%.<sup>56</sup>.

Otro efecto del colapso financiero se reflejó en las finanzas públicas, en donde la recaudación se redujo en una proporción significativa, debido a la desaceleración de la actividad económica. Dicha recaudación es una de las principales fuentes de financiamiento de los ingresos del estado. Por su parte los egresos se incrementaron y la inversión disminuyó. Ya se anunciaba además, que para 2009 la deuda total del sector público no financiero, se incrementaría, pronosticando asimismo que podría aumentar aún en los años subsiguientes, previo a su normalización.

Los efectos de la crisis fueron tan evidentes a mediados de 2009, cuando las calificadoras de riesgo redujeron la apreciación de la deuda soberana salvadoreña: Standard & Poor's bajó la calificación crediticia para El Salvador desde 'BB+' a 'BB' argumentando que los efectos de la crisis internacional en la economía salvadoreña se reflejaron en la situación fiscal; Fitch Ratings bajo la calificación de riesgo soberano producto de una demora en las inversiones por la incertidumbre política y económica de BB+ a BB. Luego como parte de una mayor prevención por parte de las instituciones del sistema financiero salvadoreño, se incrementó la tasa de interés y se redujo la concesión de préstamos. A finales de 2009 también la calificadora Moody's rebajó su calificación de los bonos en moneda extranjera emitidos por El Salvador de Baa3 a Ba1 con perspectiva negativa, de esta forma la calificación soberana de El Salvador dejó de estar dentro del grado de inversión.<sup>57</sup>

Todo lo anterior conllevaría a un desequilibrio en la balanza de pagos, al igual que otros países del mundo, teniendo como principal problema el déficit de la cuenta corriente que es donde están consignados los principales elementos que se han visto afectados en esta crisis, es decir las exportaciones, las remesas y las importaciones; déficit que se financiaría por la cuenta de capital. Los gobiernos de Estados Unidos, Inglaterra, Islandia, Irlanda y otros han recapitalizado a empresas y bancos, pero en el caso de El Salvador, es de recordar que al igual que Ecuador y Panamá tenía su economía dolarizada y al haber desistido a la emisión monetaria, no tienen lugar el sufragar gastos de esa forma para enfrentar la crisis. También la cooperación de fondos para el desarrollo del país por parte de diversos agentes externos se redujo considerablemente.

De manera similar que en los grandes mercados financieros del mundo, las repercusiones finales de este colapso financiero mundial en El Salvador es para algunos el resultado de una crisis económica estructural a nivel local que data desde los años 90's, aunado a los efectos de la crisis del petróleo en la región, y no refleja el efecto aislado y exclusivo de la gran recesión mundial de 2008. Finalmente es posible percibir e insistir en el hecho de que estos sucesos fortalecen la naturaleza de la crisis como un evento de trascendencia global, demostrando además que la economía salvadoreña es susceptible a una recesión internacional.

## CONCLUSIONES

El carácter repetitivo de la historia de las crisis financieras nos enseña un patrón de comportamiento muy claro, en donde es característico que inicialmente todo parezca una época de crecimiento ilimitado, sin que muchos puedan sospechar lo contrario. Los hechos del pasado ponen al descubierto las fallas de los mecanismos de regulación en el ámbito financiero; demuestran la importancia que tienen las políticas económicas para preservar las instituciones bancarias y las empresas; y reconoce los malos juicios implementados por líderes emblemáticos.

Se puede admirar que mediante el estudio de la historia es posible estimular la reflexión contribuyendo a comprender los orígenes y desarrollo de las crisis. De hecho, muchas personas han intentado hacer una reconstrucción histórica, argumentado por ejemplo que las medidas e incentivos que se ejecutaron cuando aconteció la gran depresión de 1929 no dieron los resultados esperados, y no fueron lo suficientemente fuertes para evitar su expansión y sus efectos. La disertación sobre los eventos del pasado, norma las conductas, promueve la disciplina e incita a la humildad, dado que los colapsos financieros son en gran medida el resultado del desinterés en buenos valores y prácticas. La historia es importante a tal grado que personas y profesionales que no son economistas, ni financieros; han tratado de formular una teoría histórica universal de las crisis financieras; así por ejemplo periodistas, filósofos y escritores.

La memoria histórica es trascendente, y máxime en el contexto de las crisis en donde se convierte en un moderador en la aplicación de teorías y modelos económicos como ha sido evidenciado, sobre todo con la última de ellas. Es posible afirmar que las crisis no ocurren sin dejar preceptos. La enseñanza de la gran recesión de 2008 y de muchas otras, han llevado a la sociedad a un nuevo contexto relacionado al sistema económico y financiero implementado en los mercados, con el propósito de motivar prosperidad, equidad y crecimiento económico. Los colapsos financieros han hecho que se reconozcan las fallas fundamentales del sistema capitalista. Efectivamente, resulta privilegiado pensar hoy en día que con la última crisis se tendría por finalizada la creencia de que los mercados se autoregulan para garantizar la sostenibilidad económica, cuando menos mientras se conserve su recuerdo.

Queda claro también que las enseñanzas de la historia, no son acatadas de la mejor manera, o en algunos casos simplemente son ignoradas. Para muchos es sensato aseverar que mediante el simple estudio de la historia de las finanzas y de las crisis financieras pudiera haberse advertido y prevenido muchas situaciones. Estas enseñanzas de lo antiguo entonces, deberían de adaptarse al contexto actual. En el entorno financiero y de gestión es conveniente que la historia sea contemplada como algo más que una simple lección, sino como una manera de hacer reaparecer y estudiar las viejas costumbres en la actualidad, para transferir las experiencias aplicadas de los dirigentes empresariales del pasado a los del presente, considerando por supuesto los avances modernos, de modo que ese conocimiento histórico, se adecúe a los escenarios vigentes. De esta manera, sería posible incitar el interés en la comprensión de la evolución y la dinámica de los mercados en los estudiantes y practitioners.

No obstante, ahora con la vista puesta en el futuro, es relevante que como financieros, gerentes o directores de empresa dispongamos de cuantiosa información sobre cómo enfrentarse a las crisis. Considerar además que las personas con más experiencia en las caídas del pasado, son las más preparadas para erigir un mejor presente y un mejor porvenir en nuestras compañías. Enfrentar las crisis presume que hay factores que no son nada nuevos, como por ejemplo las burbujas especulativas en los mercados financieros. En ese sentido, se ha puesto en evidencia que gran parte de lo que sucede en las crisis es la falta de confianza, sobre todo en lo que respecta a la operatividad de las instituciones y empresas, ya que los activos reales subsisten y permanecen en su lugar; y por ello resulta importante que utilicemos el conocimiento histórico como fuente de ventaja competitiva explotable. Entonces es necesario que innovemos con la teoría y complementemos con la demostración empírica, para diseñar estrategias que permitan mantener niveles de rendimientos sostenibles en el corto y largo plazo y una actividad financiera estable.

Finalmente, se tiene que reconocer que para los gerentes y directores existen pocas cosas en la vida que dejan enseñanzas realmente grandes como las que confieren los eventos pasados. Y en la historia de las crisis financieras, como ejecutivos hay que asimilar que las circunstancias regentes son semejantes, de modo que cabe la posibilidad, de que los eventos futuros sean muy similares a los pasados y nos permitan aventajarnos al referirnos a incidentes que dentro de ciertas condiciones puedan acontecer en las organizaciones. Y por supuesto, en una cultura organizacional es indispensable que se estudie el pasado como una práctica saludable.

## REFERENCIAS

### Bibliografía

#### 1. Libros

**“El Crash de 1929. John Kenneth Galbraith”.**

John Kenneth Galbraith. Título original: The Great Crash 1929. Traducción de Ángel Abad. Primera Edición 2007. Editorial Ariel, S.A. Barcelona mayo 2009.

**“Cómo salimos de ésta”.**

Nouriel Roubini Stephen Mihm. Título original: Crisis Economics. A Crash Course in the Future of Finance. Traducción de Eva Robledillo y Betty Trabal. Ediciones Destino. Barcelona 2010.

**“El Regreso de Keynes”.**

Robert Skidelsky. Título original: Keynes: The Return of the Master. Traducción de Jordi Pascual. Editorial Crítica, Barcelona 2009.

**“El inversor inteligente”.**

Benjamín Graham. Ediciones Deusto. Barcelona 2007.

**“Para salir de la crisis global. Análisis y soluciones”.**

Ramón Tamames. Editorial Edaf. España 2009.

**“Breve Historia de la Euforia Financiera”.**

John Kenneth Galbraith. Título original: A Short History of Financial Euphoria. Traducción de Vicente Villacampa. Editorial Ariel, S.A. Barcelona 2009.

**“El día después de la crisis”.**

Robert Tornabell. Editorial Planeta, S.A. Barcelona 2010.

**“El estallido de la burbuja”.**

Robert J. Shiller. Cómo se llegó a la crisis y cómo salir de ella. Ediciones. Gestión 2000. Barcelona 2009.

**“Valoración. Medición y gestión del valor”.**

Copeland, Tom; Koller, Tim & Murrin, Jack. Ediciones Deusto. España, 2004

**“Caída Libre. El libre Mercado y el hundimiento de la economía mundial”.**

Joseph E. Stiglitz. Título original: Freefall, Free Markets, and the Sinking of the World Economy. Santillana Editoriales Generales, S.A. de C.V. México 2010.

**“Sálvese quien pueda. Una historia de la especulación financiera”.**

Edward Chancellor. Ediciones Granica, S.A. Buenos Aires 2000.

**“Economía de la turbulencia global”.**

Robert Brenner. Título original: The Economics of Global Turbulence, The advanced Capitalist Economies from Long Boom to Long Downturn, 1945-2005. Traducción de Juanmari Madariaga. Ediciones Akal, S.A. España 2009.

**“Harvard business review, gestión del conocimiento”.**

Peter F. Drucker, Chrys Argyris, John Seely Brown. Harvard Business Scholl. Ediciones Deusto. España 2003.

**“Los Señores de las Finanzas”.**

Liaquat Ahamed. Título original: Lords of Finance. Traducción de Jorge Paredes Soberón. Deusto. Tercera Edición. Barcelona 2010.

**“Fundamentos de economía”.**

Paul R. Krugman, Robin Wells, Martha L. Olney. Título original: Essentials of Economics. Traducción de Gotzone Pérez Apilanez. Editorial Reverté, S.A. España 2008.

**“Fundamentos de inversiones: teoría y práctica”.**

Alexander, Nina, Gordon J. Alexander, William F. Sharpe, Jeffery. Pearson Educación. México 2003.

**“Productos financieros básicos y su cálculo”.**

Rafael Domingo Martínez Carrasco. Editorial Club Universitario. España Agosto 2009.

**“Gestión financiera empresarial: contexto y casos colombianos”.**

José Édgar Osorio Valencia. Editorial Pontificia Universidad Javeriana. Colombia 2006.

**“Iberoamérica 2020. Retos ante la crisis”.**

Felipe González. Edición Fundación Carolina y Siglo XXI de España Editores, S.A. de C.V. España abril 2009.

**“La crisis económica en América Latina: alcances e impactos”.**

José Luis Machinea. Fundación Carolina y Siglo XXI de España Editores, S.A. España 2010.

**“Autobiografías y Memorias”.**

Manuel Serrano y Sanz. 1868-1932. Bailly, Bailliére é hijos. Madrid 1905.

**“Cómo analizar el Mercado. Técnicas para entender el comportamiento de las acciones”.**

Deborah Owen y Robin Griffiths. 1ª Edición. Buenos Aires. Cuatro Media, 2008.

## **2. Artículos**

**“The High Cost of Blind Faith in the Market”.**

Business Week, 23/11/2009. Traducción de la MAF.

**“The Art of the Better Forecast”.**

Financial Analysts Journal, Noviembre/Diciembre 2010. Traducción de la MAF.

**“What went wrong with economist”.**

Economist, 18/7/2009. Traducción de la MAF.

**“Lo que la historia le puede enseñar sobre el futuro de su negocio”.**

Harvard Business Review, ISSN 0717-9952, Vol. 85, N°. 12, 2007.

**“The Bubble This Time”.**

Business Week, 18 –March- 2010. Traducción de la MAF.

**“Black Swan or Black Turkey? The State of Economic Knowledge and the Crash of 2007–2009”.**

Laurence B. Siegel, Research Foundation of CFA Institute, Charlottesville Virginia Ounavarra Capital LLC New York City. Julio/Agosto 2010. Traducción de la MAF.

**“The End of Shareholder Value Ideology?”.**

Berkeley University, 2004. Traducción de la MAF.

**“Why Forecast Fail’?”.**

Sloan Management Review, Winter 2010. Traducción de la MAF.

**“The Relevant Past: Why the History of Management Should Be Critical for Our Future.”.**

Academy of Management Learning & Education, 2011, Vol. 10, No. 1, 77–93.

**“The case for management history”.**

Andrew Thomson. Accounting, Business & Financial History 11:2 July 2001 99–115

**“A short history of modern finance”.**

From The Economist print edition. . October 16th 2008. Traducción de la MAF.

**“Capital Ideas: From the Past to the Future”.**

Peter L. Bernstein, Inc.; Journal of Portfolio Management. Financial Analysts Journal, Vol. 61, No. 6, pp. 55-59, November/December 2005. Traducción de la MAF.

**“Market for Corporate Control”.**

Jonathan R. Macey. The concise encyclopedia of Economics.  
<http://www.econlib.org/library/Enc/MarketforCorporateControl.html>

**“La ciencia histórica y su enseñanza: implicaciones en la sociedad y la cultura”.**

Presente y Pasado. Revista de Historia. ISSN: 1316-1369. Año 13. N° 25. Enero-Junio, 2008.

**“Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2009”.**

Publicación de las Naciones Unidas. Diciembre de 2009.

**“La Crisis Económica y Crisis Social en El Salvador”.**

Julia Evelin Martínez. Departamento de Economía UCA. El Salvador 5 de marzo de 2009.

**3. Noticias y sitios web.**

**“A Practical History of Financial Markets”.**

DIDASKO. The Financial Education Company. 2011.

**“La crisis sólo se mira ya en el espejo del 29”.**

Alejandro Bolaños. El País - Negocios - 26-04-2009.  
<http://www.elpais.com/articulo/primer/plano/crisis/solo/mira/espejo/29>

**“Análisis comparativo de crisis 1929 y de 2008”.**

Santiago Humberto Ruiz. Contrapunto. El Salvador. Centroamérica. Junio 2009  
<http://www.contrapunto.com.sv/coyuntura/analisis-comparativo-de-crisis-1929-y-de-2008>

**“Index Mundi”.**

Producto Interno Bruto-Tasa de Crecimiento Real- El Salvador.  
<http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?v=66&c=es&l=es>

**“Business to business Central America Data”**

Calificación de riesgo- El Salvador 2009.  
<http://www.centralamericadata>

## Notas

---

<sup>1</sup> Véase Fundamentos de Inversiones: Teoría y práctica. Escrito por Alexander, Nina, Gordon J. Alexander, William F. Sharpe, Jeffery V. Bailey. Pág. 10. Jorge Agustín Nicolás Ruiz de Santayana y Borrás nació en Madrid, el 16 de diciembre de 1863, y falleció en Roma, el 26 de septiembre de 1952.

<sup>2</sup> Véase Autobiografías y Memorias. Manuel Serrano y Sanz. 1868-1932. Bailly, Bailliére é hijos. Madrid 1905. Pág. 274.

<sup>3</sup> Véase Cómo salimos de ésta. Nouriel Roubini Stephen Mihm, Traducción de Eva Robledillo y Betty Trabal. Ediciones Destino. Barcelona 2010. Pág. 103

<sup>4</sup> Véase A Practical History of Financial Markets. DIDASKO. The Financial Education Company. 2011. <http://www.didaskoeducation.org>

<sup>5</sup> Véase The Relevant Past: Why the History of Management Should Be Critical for Our Future. Academy of Management Learning & Education, 2011, Vol. 10, No. 1, 77–93

<sup>6</sup> Los instrumentos financieros son aquellos que generan derechos y obligaciones tanto a sus poseedores, como a sus emisores y que tienen cierta capacidad de liquidación por la utilización de los mercados financieros.

<sup>7</sup> El enfoque de creación de valor enfatiza en el incremento en el valor de las acciones de una empresa a favor de sus propietarios, el cual se crea al acometer proyectos de inversión con rentabilidad esperada superior al coste de los recursos empleados. También se crea valor si se da un cambio de estrategia en la empresa y es valorado positivamente por el mercado, haciendo que la cotización de la acción suba. Se considera que mediante este enfoque existe una distribución de riqueza para todos los involucrados, maximiza la eficiencia y eficacia del capital invertido y estimula empresas más saneadas.

<sup>8</sup> Una opción financiera es un instrumento financiero derivado que se establece en un contrato que da a su comprador el derecho, pero no la obligación, a comprar o vender bienes o valores a un precio predeterminado, hasta una fecha concreta (vencimiento). Existen dos tipos de opciones: call (opción de compra) y put (opción de venta).

<sup>9</sup> Las opciones sobre acciones son contratos que han servido como medio de compensación para algunos directivos y cuyo subyacente son acciones cotizadas en mercados organizados. El uso de opciones sobre acciones, da un privilegio o un derecho dado por una empresa o una parte a otra en la que está facultada a un comprador de las acciones, para comprar o vender una acción, en un precio acordado en un plazo de tiempo convenido o en una fecha determinada. Cabe señalar que las opciones sobre acciones son un derecho y no una obligación.

<sup>10</sup> Stakeholders es un término inglés utilizado para referirse a quienes pueden afectar o son afectados por las actividades de una empresa y que deben ser considerados como un elemento esencial en la planificación estratégica de negocios, tales como los trabajadores de esa organización, sus accionistas, las asociaciones de vecinos, sindicatos, organizaciones civiles y gubernamentales, etc.

---

<sup>11</sup> Teoría de la agencia: Una relación de agencia surge cuando una o más personas (el principal) encarga a otra persona (el agente) realizar un determinado cometido en su nombre. Una relación de agencia entre dos individuos existe siempre que el agente es autorizado por el principal a suscribir, modificar o cancelar contratos con terceros en su nombre. Cada uno de los sujetos de una relación de agencia tiene sus propios intereses y ambos son maximizadores de utilidad.

<sup>12</sup> Término inglés Leveraged Buyout, abreviado LBO, traducido "compra apalancada" o "compra financiada por terceros" y comúnmente conocidas como adquisiciones hostiles, describen la adquisición de una empresa con la ayuda de una gran parte de capital externo para alcanzar la suma necesaria. La expectativa del comprador en el LBO se basa en el principio del apalancamiento. Con unos medios propios reducidos se consigue una rentabilidad financiera, siempre y cuando la rentabilidad total sea mayor que los intereses del capital de terceros. Requisito es también que la empresa objetivo tenga un Cash-Flow lo suficientemente elevado para hacer frente a las obligaciones futuras.

<sup>13</sup> Véase Lo que la historia le puede enseñar sobre el futuro de su negocio. Harvard Business Review, ISSN 0717-9952, Vol. 85, N°. 12, 2007.

<sup>14</sup> Know how es una expresión anglosajona que es sinónimo de conocimiento fundamental, utilizada en el comercio internacional para denominar los conocimientos preexistentes no siempre académicos, que incluyen: técnicas, información secreta, teorías e incluso datos privados (como clientes o proveedores).

<sup>15</sup> Véase Gestión financiera empresarial: contexto y casos colombianos. José Édgar Osorio Valencia. Editorial Pontificia Universidad Javeriana. 2006. Pág. 47.

<sup>16</sup> Véase Harvard Business Review, gestión del conocimiento. Peter F. Drucker, Chrys Argyris, John Seely Brown. Harvard Business Scholl. Ediciones Deusto. España 2003. Pág. 67.

<sup>17</sup> Una burbuja conocida también como burbuja especulativa, burbuja de mercado o burbuja financiera, es un fenómeno que se produce en los mercados, en buena parte debido a la especulación, que se caracteriza por una subida anormal y prolongada del precio de un activo o producto, de forma que dicho precio se aleja cada vez más del valor real o intrínseco del producto. El proceso especulativo lleva a nuevos compradores a comprar con el fin de vender a un precio mayor en el futuro, lo que provoca una espiral de subida continua y alejada de toda base real. El precio del activo alcanza niveles absurdamente altos hasta que la burbuja acaba estallando, debido al inicio de la venta masiva del activo cuando hay pocos compradores dispuestos a adquirirlo. Esto provoca una caída repentina y brusca de los precios, llevándolo a precios muy bajos, incluso inferiores a su nivel natural, dejando corriente de deudas.

<sup>18</sup> Véase Cómo salimos de ésta Nouriel Roubini Stephen Mihm, Traducción de Eva Robledillo y Betty Trabal. Ediciones Destino. Barcelona 2010. Pág. 29

<sup>19</sup> Véase Cómo salimos de ésta Nouriel Roubini Stephen Mihm, Traducción de Eva Robledillo y Betty Trabal. Ediciones Destino. Barcelona 2010. Pág. 29

<sup>20</sup> La hipótesis de eficiencia de los mercados afirma que un mercado de valores es "informacionalmente eficiente" cuando la competencia entre los distintos participantes que intervienen en el mismo, conduce a

---

una situación de equilibrio en la que el precio de mercado de un título constituye una buena estimación de su precio teórico o intrínseco. Expresado de otra forma, los precios de los títulos de crédito que se negocian en un mercado financiero eficiente reflejan toda la información existente y se ajustan total y rápidamente a los nuevos datos que puedan surgir.

<sup>21</sup> La desregulación es el proceso por el cual los gobiernos eliminan algunas regulaciones específicas a los negocios para favorecer, en teoría, la operación eficiente del mercado. La premisa es que menos regulaciones conllevan a un aumento en el nivel de competitividad, conllevando a una mayor productividad, mayor eficiencia y en últimas a menores precios.

<sup>22</sup> La innovación financiera es definida como la introducción de un nuevo producto financiero al mercado e involucra cambios en instrumentos financieros, instituciones, prácticas y mercados, que afectan la composición de los agregados monetarios a través de esos nuevos instrumentos financieros y con ellos, los mercados pretenden minimizar riesgos y suponen la maximización de la retribución de sus inversiones.

<sup>23</sup> Véase *Cómo salimos de ésta* Nouriel Roubini Stephen Mihm, Traducción de Eva Robledillo y Betty Trabal. Ediciones Destino. Barcelona 2010. Pág. 30

<sup>24</sup> Véase *Cómo salimos de ésta* Nouriel Roubini Stephen Mihm, Traducción de Eva Robledillo y Betty Trabal. Ediciones Destino. Barcelona 2010. Pág. 31

<sup>25</sup> Véase *El "crash" de 1929*. John Kenneth Galbraith. Traducción de Angel Abad. Primera Edición 2007. Pág. 15.

<sup>26</sup> Véase *The Bubble This Time* Business Week, 18 –March- 2010. Traducción de la MAF.

<sup>27</sup> En este ámbito el término pánico se refiere al pánico bancario o financiero que indica una retirada masiva de depósitos bancarios llevada a cabo por gran cantidad de clientes de un banco. Éstos retiran sus depósitos debido a que creen que el banco es, o podría estar, insolvente.

<sup>28</sup> Véase *Economía de la turbulencia global*. Robert Brenner. Título original: *The Economics of Global Turbulence, The advanced Capitalist Economies from Long Boom to Long Downturn, 1945-2005*. Traducción de Juanmari Madariaga. Ediciones Akal, S.A. España 2009. Pág. 45.

<sup>29</sup> Black, Scholes y Merton: Modelo empleado para estimar el valor actual de una opción europea para la compra (Call), o venta (Put), de acciones en una fecha futura. Posteriormente el modelo se amplió para opciones sobre acciones que producen dividendos, y luego se adoptó para opciones europeas, americanas, y mercado monetario.

<sup>30</sup> Alquimia: En la cultura popular es citada con mayor frecuencia en historias, películas, espectáculos y juegos como el proceso usado para transformar plomo (u otros elementos) en oro. Otra forma que adopta la alquimia es la de la búsqueda de la piedra filosofal, con la que se era capaz de lograr la habilidad para transmutar oro o la vida eterna.

---

<sup>31</sup> Tulipomanía: Fue un periodo de euforia especulativa que se produjo en los Países Bajos en el siglo XVII. El objeto de especulación fueron los bulbos de tulipán, cuyo precio alcanzó niveles desorbitados, dando lugar a una gran burbuja económica y una crisis financiera. Constituye uno de los primeros fenómenos especulativos de masas de los que se tiene noticia.

<sup>32</sup> Véase Breve Historia de la Euforia Financiera. John Kenneth Galbraith. Traducción de Vicente Villacampa. Editorial Ariel, S.A. 2009. Pág. 44.

<sup>33</sup> Véase El inversor inteligente. Benjamín Graham. Ediciones Deusto. Barcelona 2007. Pág. 26-27

<sup>34</sup> Boom: En el contexto financiero indica el crecimiento repentino de cualquier actividad.

<sup>35</sup> Véase Fundamentos de economía. Paul R. Krugman, Robin Wells, Martha L. Olney. Título original: Essentials of Economics. Traducción de Gotzone Pérez Apilanez. Editorial Reverté, S.A. España 2008. Pág. 395.

<sup>36</sup> La crisis del petróleo de 1973 comenzó el 17 de octubre de 1973, a raíz de la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo, de no exportar más petróleo a los países que habían apoyado a Israel durante la guerra del Yom Kippur, que enfrentaba a Israel con Siria y Egipto. Esta medida incluía a Estados Unidos y a sus aliados de Europa Occidental.

<sup>37</sup> New Deal: Nombre dado por el presidente estadounidense Franklin D. Roosevelt a su política intervencionista puesta en marcha para luchar contra los efectos de la Gran Depresión en Estados Unidos. Este programa se desarrolló entre 1933 y 1938 con el objetivo de sostener a las capas más pobres de la población, reformar los mercados financieros y redinamizar una economía estadounidense herida desde la crisis de 1929 por el desempleo y las quiebras en cadena.

<sup>38</sup> Véase The High Cost of Blind Faith in the Market; Business Week, 23/11/2009. Traducción de la MAF.

<sup>39</sup> Véase El inversor inteligente. Benjamín Graham. Ediciones Deusto. Barcelona 2007. Pág. 26-27

<sup>40</sup> Véase La crisis sólo se mira ya en el espejo del 29. Alejandro Bolaños. El País - Negocios - 26-04-2009. <http://www.elpais.com/articulo/primer/plano/crisis/solo/mira/espejo/29>

<sup>41</sup> Para salir de la crisis global. Análisis y soluciones. Ramón Tamames. Editorial Edaf. España 2009. Pág. 11.

<sup>42</sup> El término Hedge Fund corresponde a un instrumento financiero de inversión. Se aplicó por primera vez a un fondo gestionado por Alfred Winslow Jones que combinaba posiciones cortas y largas en valores con el fin de realizar una cobertura de la cartera frente a los movimientos del mercado. Los fondos de inversión son gestionados por despachos, firmas de corredurías de bolsa, gestoras de fondos y por bancos de inversión. Estos instrumentos están sometidos a pocas regulaciones.

<sup>43</sup> Los activos tóxicos son fondos de inversión de muy baja calidad que se crearon a partir de hipotecas a personas con solvencia económica baja.

---

<sup>44</sup> Glass-Steagall: Ley promulgada en 1933 por la administración Franklin D. Roosevelt para evitar que se volviera a producir una situación como la crisis de 1929, y que entre sus características destaca la separación entre la banca de depósito y la banca de inversión.

<sup>45</sup> La titularización es el proceso por el cual un bien o conjunto de bienes se transforma en un valor transferible y potencialmente negociable en un mercado organizado. De esta manera, activos no líquidos se convierten en otros que pueden generar liquidez inmediata.

<sup>46</sup> Con el nombre de Basilea I se conoce al acuerdo publicado en 1988, en Basilea, Suiza, por el Comité de Basilea, compuesto por los gobernadores de los bancos centrales de Alemania, Bélgica, Canadá, España, EE. UU., Francia, Italia, Japón, Luxemburgo, Holanda, el Reino Unido, Suecia y Suiza. Se trataba de un conjunto de recomendaciones para establecer un capital mínimo que debía tener una entidad bancaria en función de los riesgos que afrontaba.

<sup>47</sup> Basilea II: Acuerdos que consisten en recomendaciones sobre la legislación y regulación bancaria y son emitidos por el Comité de supervisión bancaria de Basilea. El propósito de Basilea II, publicado inicialmente en junio de 2004, es la creación de un estándar internacional que sirva de referencia a los reguladores bancarios, con objeto de establecer los requerimientos de capital necesarios, para asegurar la protección de las entidades frente a los riesgos financieros y operativos.

<sup>48</sup> Véase *Cómo salimos de ésta* Nouriel Roubini Stephen Mihm, Traducción de Eva Robledillo y Betty Trabal. Ediciones Destino. Barcelona 2010. Pág. 59.

<sup>49</sup> AIG es una importante compañía en el sector de seguros comerciales e industriales a nivel global. Cotiza en las bolsas de Nueva York, Zúrich, París y Tokio. El 17 de septiembre de 2008, la Reserva Federal estadounidense compró American International Group, adquiriendo el 79.9% de sus activos y le concedió 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 historia.

<sup>50</sup> Gobierno Corporativo es el conjunto de principios y normas que regulan el diseño, integración y funcionamiento de los órganos de gobierno de la empresa, como son los tres poderes dentro de una sociedad: Accionistas, Directorio y Alta Administración.

<sup>51</sup> Sociedades con propósitos especiales: Sociedades cuyas operaciones se limitan a la adquisición y financiación de activos específicos. Por lo general son una empresa filial con una estructura de activo / pasivo. Fueron utilizadas durante la formación de la crisis para ocultar activos de mala calidad como hipotecas de alto riesgo.

<sup>52</sup> Véase *What went wrong with economist*; Economist, 18/7/2009. Traducción de la MAF.

<sup>53</sup> *Black Swan or Black Turkey? The State of Economic Knowledge and the Crash of 2007-2009.* Laurence B. Siegel, Research Foundation of CFA Institute, Charlottesville Virginia Ounavarra Capital LLC New York City. Julio/Agosto 2010.

---

<sup>54</sup> La Teoría Moderna de portafolio es una teoría de inversión que trata de maximizar el retorno y minimizar el riesgo, mediante la cuidadosa elección de los componentes. Originada por Harry Markowitz, autor de un artículo sobre selección de cartera publicado en 1952, la teoría moderna de la selección de cartera propone que el inversor debe abordar la cartera como un todo, estudiando las características de riesgo y retorno global, en lugar de escoger valores individuales en virtud del retorno esperado de cada valor en particular.

<sup>55</sup> El Capital Asset Pricing Model, o CAPM es un modelo frecuentemente utilizado en la economía financiera para determinar la tasa de retorno teóricamente requerida para un cierto activo, si éste es agregado a una cartera de inversiones adecuadamente diversificada. El modelo toma en cuenta la sensibilidad del activo al riesgo no-diversificable (conocido también como riesgo del mercado o riesgo sistemático), representado por el símbolo de beta ( $\beta$ ), así como también el retorno esperado del mercado y el retorno esperado de un activo teóricamente libre de riesgo.

<sup>56</sup> Véase <http://www.indexmundi.com/g/g.aspx?v=66&c=es&l=es>

<sup>57</sup> Véase <http://www.centralamericadata>. Calificación de riesgo El Salvador 2009.

# **Anexos**

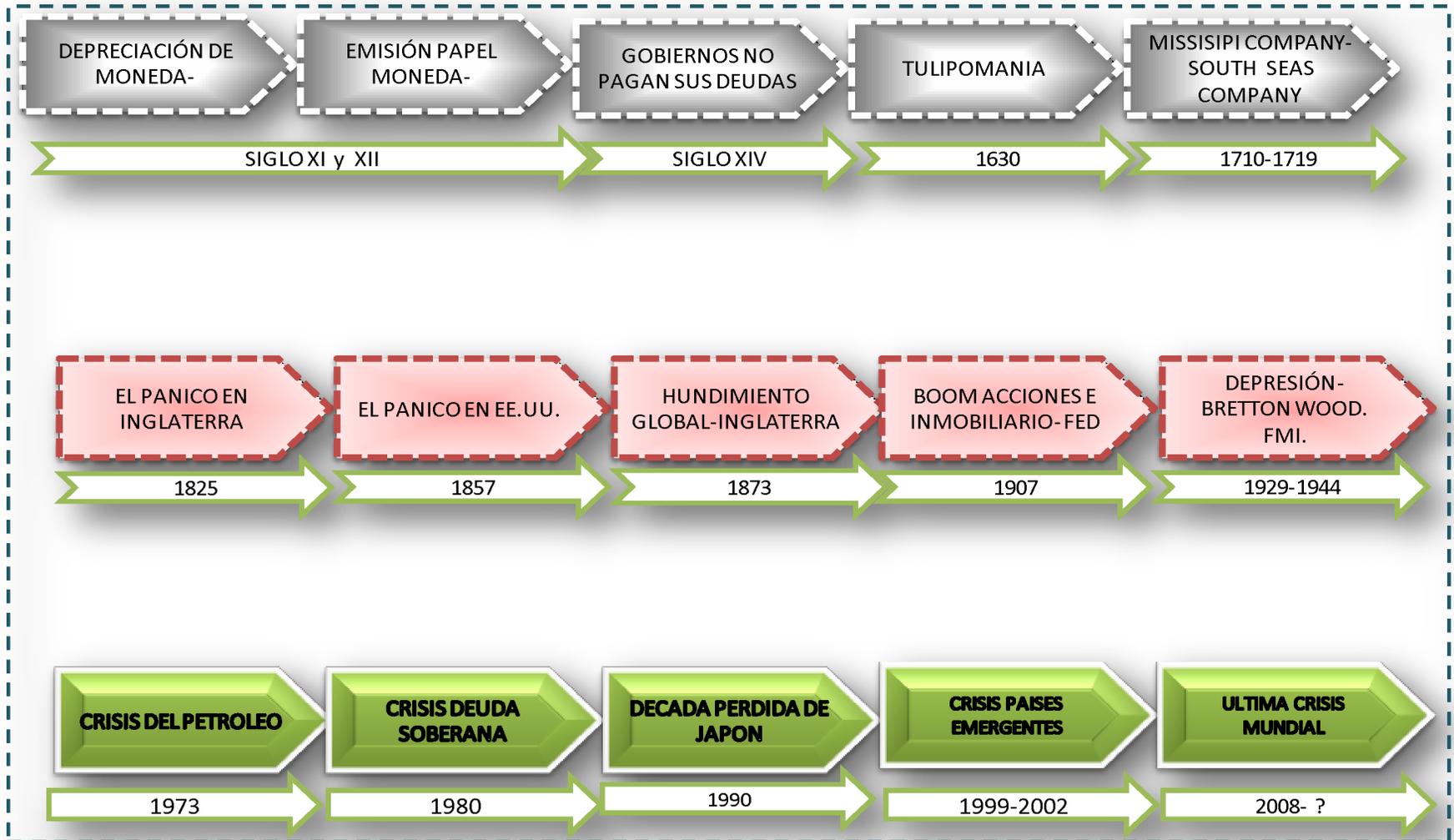
## Anexo No. 1

### CARACTERIZACIÓN DE LAS CRISIS FINANCIERAS (ANALOGÍA HISTÓRICA GRAN DEPRESIÓN 1929 Y CRISIS FINANCIERA 2008.)



Anexo No. 2

**CRONOLOGÍA HISTÓRICA PRINCIPALES CRISIS FINANCIERAS**



### Anexo No. 3

## ESQUEMA DESCRIPTIVO CRISIS FINANCIERA 2008

