

**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR  
FACULTAD DE JURISPRUDENCIA Y CIENCIAS SOCIALES  
ESCUELA DE RELACIONES INTERNACIONALES**



**TRABAJO DE INVESTIGACIÓN:**

**RETOS Y PERSPECTIVAS FRENTE AL FENÓMENO  
DE LA ESPECULACIÓN FINANCIERA EN LAS  
BOLSAS DE VALORES MÁS REPRESENTATIVAS  
DEL MUNDO Y EN EL MERCADO BURSÁTIL  
SALVADOREÑO ANTE LA CRISIS FINANCIERA DE  
2008**

**PRESENTADO POR:**

**JOSÉ RICARDO LARA ELÍAS  
MÓNICA GUADALUPE LARÍN LÓPEZ  
CARLOS ENRIQUE MAZA GONZÁLEZ**

**PARA OPTAR AL GRADO DE:**

**LICENCIATURA EN RELACIONES INTERNACIONALES**

**CIUDAD UNIVERSITARIA, SEPTIEMBRE, 2012**

**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR**

**RECTOR:**

Ingeniero Mario Roberto Nieto Lovo

**VICE RECTORA ACADÉMICA:**

Maestra Ana María Glower de Alvarado

**VICE RECTOR ADMINISTRATIVO *AD INTERIN*:**

Licenciado Salvador Castillo Arévalo

**SECRETARIA GENERAL:**

Doctora Ana Leticia de Amaya

**FISCAL GENERAL:**

Licenciado Francisco Cruz Letona

**FACULTAD DE JURISPRUDENCIA Y CIENCIAS SOCIALES**

**DECANO:**

Doctor Julio Alfredo Olivo Granadino

**VICE DECANO:**

Licenciado Donaldo Sosa Preza

**SECRETARIO:**

Licenciado Oscar Antonio Rivera Morales

**ESCUELA DE RELACIONES INTERNACIONALES**

**DIRECTOR DE LA ESCUELA:**

MRRII Efraín Jovel Reyes

**COORDINADORA DEL PROCESO DE GRADUACIÓN:**

MCP Claudia María Samayoa Herrera

**DIRECTOR DEL PROCESO DE GRADUACIÓN:**

MDL Yaqueline Suleyma Rodas

*A nuestras familias y amigos, por el apoyo a lo largo de la carrera académica.*

*¡Gracias!*

Carlos, Mónica y Ricardo

## INDICE

CONTENIDO	Nº Pág.
<b>CAPITULO I</b>	
<b>Especulación Financiera en el Mercado de Valores.....</b>	<b>1</b>
1.1 Introducción al fenómeno de la Especulación Financiera en el Mercado de Valores	2
1.2 Efectos de la Especulación Financiera en la Bolsa.....	10
1.3 Comportamiento del fenómeno de la especulación en las Bolsas de Valores de Estados Unidos de América, España, Alemania y El Salvador.....	13
1.3.1 Caso Bolsa de Estados Unidos de América.....	13
1.3.2 Caso Bolsa de Madrid, España.....	17
1.3.3 Caso Bolsa de Frankfurt, Alemania.....	24
1.3.4 Caso Bolsa de El Salvador.....	27
1.4 El fenómeno de la especulación financiera desde la Teoría de la Interdependencia.....	28
<b>CAPITULO II</b>	
<b>Conglomerados Financieros y Calificadoras de Riesgo.....</b>	<b>31</b>
2.1 Origen de los Conglomerados Financieros y Calificadoras de Riesgo.....	32
2.1.1 Conglomerados Financieros.....	32
2.1.2 Calificadoras de Riesgo.....	34
2.2 Sistema de Ponderación de las Calificadoras de Riesgo.....	37
2.3 Rol de los Conglomerados Financieros y las Calificadoras de Riesgo durante la Crisis Financiera de 2008.....	39
2.4 Estudio de Casos: Conglomerados Financieros y Calificadoras de Riesgo.....	47
2.4.1 Caso de los Conglomerados Financieros.....	50
2.4.2 Calificadoras de Riesgo.....	57
2.5 Los Conglomerados Financieros y las Calificadoras de Riesgo como actores de la Teoría de la Interdependencia.....	57

## CAPITULO III

<b>Regulación y Autorregulación en el Mercado de Valores</b> .....	<b>59</b>
3.1 Regulación como concepto polisémico en la crisis de 2008 .....	59
3.2 Rol de los Gobiernos en el escenario de la crisis financiera de 2008 .....	62
3.2.1. Regulación y Medidas adoptadas por el Gobierno de los Estados Unidos de América .....	62
3.2.2 Regulación y Medidas adoptadas por el Gobierno de España .....	69
3.2.3 Regulación y Medidas adoptadas por el Gobierno de Alemania .....	74
3.2.4 Regulación y Medidas adoptadas por el Gobierno de El Salvador .....	76
3.3 Retos y Perspectivas.....	80
3.4 La Regulación y las Medidas adoptadas por los Gobiernos desde la Teoría de la Interdependencia.....	82
<b>IV Conclusiones y Recomendaciones</b> .....	<b>85</b>
<b>ANEXOS</b> .....	<b>89</b>
Anexo 1: Funcionamiento de la Bolsa de Valores de El Salvador.....	90
Anexo 2: Esquema Capitular I.....	90
Anexo 3: Esquema Capitular II .....	93
Anexo 4: Esquema Capitular III .....	94
Anexo 5: Entrevista .....	95
<b>Bibliografía</b> .....	<b>98</b>

## ACRÓNIMOS

**BBVA:** Banco Bilbao Vizcaya Argentaria.

**BME:** Bolsa y Mercados Españoles.

**BVES:** Bolsa de Valores de El Salvador.

**CDO:** Collateralized Debt Obligations (Obligación de deuda colateralizada)

**CDS:** Credit Default Swap. (Permutas de incumplimiento crediticias)

**DAX 30:** Deutscher Aktienindex. (Índice bursátil alemán)

**DJIA:** Dow Jones Industrial Average. (Índice industrial Dow Jones)

**FAAF:** Fondo de Adquisición de Activos Financieros.

**FROB:** Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria.

**IBES:** Índice Bursátil de El Salvador.

**IBEX 35:** Iberia Index.

**NRSO:** National Recognized Statistical Rating Organization (Organización Nacional para el Reconocimiento de Ratings Estadísticos)

**NYSE:** New York Stock Exchange. (Bolsa de Valores de Nueva York)

**PIB:** Producto Interno Bruto.

**S&P:** Standar and Poor's

**SEC:** Securities and Exchanged Commission (Comisión de Seguros y Valores)

**SIBE:** Sistema de Interconexión Bursátil Español

## GLOSARIO

**ACTIVO SUBYACENTE:** es el que sirve de base para una opción o contratos de futuro.<sup>i</sup>

**AGENCIAS CALIFICADORAS DE RIESGO:** empresa especializada que califica los títulos de deuda en el mercado teniendo en cuenta la capacidad y voluntad de pago.<sup>ii</sup>

**APALANCAMIENTO:** relación entre capital propio y crédito invertido en una operación financiera. Al reducir el capital inicial que es necesario aportar, aumenta la rentabilidad obtenida. El incremento del apalancamiento también aumenta los riesgos de la operación, pues indica menor flexibilidad o mayor exposición a la insolvencia o incapacidad de atender los pagos.<sup>iii</sup>

**BOLSA DE VALORES:** establecimiento privado autorizado por el Gobierno Nacional donde se reúnen los miembros que conforman la Bolsa, con el fin de realizar las operaciones de compra-venta de títulos valores, por cuentas de sus clientes, especialmente.<sup>iv</sup>

**CALIFICACIÓN DE RIESGO CREDITICIO:** estudio económico-financiero de un sujeto emisor de valores que tiene por objeto analizar la solvencia económica del mismo. El análisis es realizado por las agencias de calificación y su resultado se sintetiza en una nota.<sup>v</sup>

**CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL:** resulta de multiplicar el número de acciones en circulación de una compañía por su precio de mercado. Indica el Valor de Mercado de la Compañía en cuestión.<sup>vi</sup>

**CONGLOMERADO FINANCIERO:** agrupación de empresas que se compone de una institución financiera junto con una institución bancaria y otras empresas de diferentes

---

<sup>i</sup> Bolsa de Valores de El Salvador. BVES. *Glosario Bursátil*. [https://www.bves.com.sv/glosario/g\\_m.htm](https://www.bves.com.sv/glosario/g_m.htm)

<sup>ii</sup> Banco Central de Reserva del Perú. *Glosario de Términos Económicos*. Marzo 2011. <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Glosario/Glosario-BCRP.pdf>

<sup>iii</sup> *Ibidem*

<sup>iv</sup> Bolsa de Valores de El Salvador. BVES. *Glosario Bursátil*.

<sup>v</sup> Banco Central de Reserva del Perú. *Glosario de Términos Económicos*. Marzo 2011.

<sup>vi</sup> Bolsa de Valores de El Salvador. BVES. *Glosario Bursátil*.

sectores (aseguradoras de pensiones, empresas médicas, entre otros.) La idea de los conglomerados financieros, se gesta como una forma de maximizar los beneficios a los que asociados, puedan recibir.<sup>vii</sup>

**COTIZACIÓN:** precio registrado en una Bolsa cuando se realiza una negociación de valores, o también expresión de uso bursátil para señalar el valor de acciones y otros instrumentos que se venden a través de bolsas de valores.<sup>viii</sup>

**CRÉDITO:** obtención de recursos en el presente sin efectuar un pago inmediato, bajo la promesa de restituirlos en el futuro en condiciones previamente establecidas. Pueden ser recursos financieros o referirse a bienes y servicios.<sup>ix</sup>

**CRÉDITO SUBPRIME O DE ALTO RIESGO:** modalidad crediticia del mercado financiero de Estados Unidos que se caracteriza por tener un nivel de riesgo (la posibilidad de que no se pague el monto adeudado) mayor a la norma del mercado de créditos. La mayor parte de estos créditos son de carácter hipotecario.<sup>x</sup>

**CRISIS ECONÓMICA:** etapa de profundas perturbaciones que caracterizan una situación gravemente depresiva, dentro de un ciclo económico. En un sentido amplio, es el conjunto de problemas que se relacionan entre si y que potencian mutuamente sus efectos planteados alrededor de un hecho básico: la reducción en el crecimiento de la producción. En un sentido más estricto, es la fase de la actividad económica que se caracteriza por una reducción brusca de la producción.<sup>xi</sup>

**CRISIS FINANCIERA:** es una situación caracterizada por inestabilidad en el mercado monetario y crediticio, acompañada por quiebra de bancos y pérdida de confianza del público en las instituciones financieras.<sup>xii</sup>

---

<sup>vii</sup> Definición propia

<sup>viii</sup> Bolsa de Valores de El Salvador. BVES. *Glosario Bursátil*.

<sup>ix</sup> *Ibidem*

<sup>x</sup> *Ibidem*

<sup>xi</sup> *Ibidem*

<sup>xii</sup> *Ibidem*



**DÉFICIT:** resultado que arroja un balance efectuando el término de un ejercicio que se caracteriza por que existe un saldo correspondiente a egresos que no alcanzaron a ser cubiertos por los ingresos de dicho ejercicio.<sup>xiii</sup>

**DERIVADOS:** se trata de productos financieros que cubren el riesgo (normalmente derivado de los cambios de precio) de un activo principal (denominado activo subyacente). Los derivados pueden ser acciones cotizadas, tipos de interés, tipos de cambio de divisas, índices bursátiles, bonos, créditos, entre otros.<sup>xiv</sup>

**DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE:** índice bursátil, compuesto por los treinta valores industriales más importantes de New York Stock Exchange, que representan entre un 15% y un 20% de la capitalización total del mercado.<sup>xv</sup>

**ESPECULACIÓN:** acción de comprar bienes a bajo precio con la intención de vender en el futuro a un precio superior.<sup>xvi</sup>

**ESPECULACIÓN BURSÁTIL:** toda aquella actividad que genere un interés lucrativo a través de la compra o venta de una cotización en la bolsa de valores en el momento oportuno y al corto plazo, asumiendo así un riesgo.<sup>xvii</sup>

**EUROGRUPO:** es un foro de debate de los ministros de Economía y Finanzas de la Eurozona. Son los responsables de las cuentas públicas de los países europeos que tienen el euro como moneda común.<sup>xviii</sup>

**FLUCTUACIÓN:** alza y descenso de los precios.<sup>xix</sup>

**GANANCIA:** valor del producto vendido descontando el costo de los insumos y la depreciación menos los pagos a los factores contratados, tales como salarios, intereses y arriendos.<sup>xx</sup>

---

<sup>xiii</sup> Bolsa de Valores de El Salvador. BVES. *Glosario Bursátil*.

<sup>xiv</sup> *Ibidem*

<sup>xv</sup> Banco Central de Reserva del Perú. *Glosario de Términos Económicos*

<sup>xvi</sup> Bolsa de Valores de El Salvador. BVES. *Glosario Bursátil*.

<sup>xvii</sup> Definición propia.

<sup>xviii</sup> Bolsa de Valores de El Salvador. BVES. *Glosario Bursátil*.

<sup>xix</sup> *Ibidem*

HIPOTECA: cargo sobre una propiedad que da un prestatario para cubrir un préstamo.<sup>xxi</sup>

ÍNDICES BURSÁTILES: reflejan las fluctuaciones que, por efectos de oferta y demanda o por factores externos del mercado, sufren los precios de las acciones. Es el instrumento más representativo, para evaluar la evolución y tendencia del mercado accionario.<sup>xxii</sup>

INVERSIONISTA: persona natural o jurídica que utiliza sus disponibilidades económicas para adquirir acciones o títulos negociables en el mercado financiero.<sup>xxiii</sup>

LEY DE OFERTA Y DEMANDA: ley económica que afirma que el precio de un determinado bien se obtiene por interacción de la oferta y la demanda, y es el que iguala la cantidad ofrecida con la demanda en el mercado.<sup>xxiv</sup>

LIQUIDEZ: Es la mayor o menor facilidad que tiene el tenedor de un título o un activo para transformarlo en dinero en cualquier momento.<sup>xxv</sup>

MERCADO: Conjunto de transacciones que se realizan entre los compradores y vendedores de un bien o servicio; vale decir, es el punto de encuentro entre los agentes económicos que actúan como oferentes y demandantes de bienes y servicios. El mercado no necesariamente debe tener una localización geográfica determinada; para que exista es suficiente que oferentes y demandantes puedan ponerse en contacto, aunque estén en lugares físicos diferentes y distantes. Por lo tanto, el mercado se define en relación a las fuerzas de la oferta y de la demanda constituyéndose en el mecanismo básico de asignación de recursos de las economías descentralizadas. Organización en donde se realizan comprar y ventas de mercancías.<sup>xxvi</sup>

---

<sup>xx</sup> Bolsa de Valores de El Salvador. BVES. *Glosario Bursátil*.

<sup>xxi</sup> *Ibidem*

<sup>xxii</sup> *Ibidem*

<sup>xxiii</sup> *Ibidem*

<sup>xxiv</sup> *Ibidem*

<sup>xxv</sup> *Ibidem*

<sup>xxvi</sup> *Ibidem*

MERCADO BURSÁTIL: Lo forman las entidades u operadores dentro de las Bolsas clásicas. La formación de los precios en este mercado resulta de la aplicación de los sistemas oficiales de contratación de cada Bolsa.<sup>xxvii</sup>

MERCADO DE CAPITALES: Conjunto de intermediarios que hacen de puente entre los mercados de corto plazo actuando como mayoristas en la emisión y venta de nuevos títulos, o como "manipuladores" en la adaptación de ofertas de títulos financieros para satisfacer la demanda. Los productos con los que trata son títulos financieros de todo tipo o tamaño, nuevos o de segunda mano. Las empresas son bancos comerciales, bolsas de valores, entre otros.<sup>xxviii</sup>

MERCADO DE FUTURO: Mercado en que se negocian contratos que estipulan que las partes se comprometen a comprar o vender, en una fecha futura, un determinado activo que pueden ser bienes físicos, monedas e instrumentos financieros, a un valor que se fija en el momento de la negociación.<sup>xxix</sup>

MERCADO DE VALORES: Mercado en el cual los oferentes y demandantes de títulos valores realiza sus transacciones. Está conformado por el mercado primario y el mercado secundario.<sup>xxx</sup>

MERCADO FINANCIERO: designa no sólo el mercado bursátil, en el que se intercambian esencialmente acciones y obligaciones, sino también el mercado del dinero a largo plazo, es decir, el conjunto de intercambio de capitales de largo plazo.<sup>xxxi</sup>

MERCADOS PRIMARIOS: mercado en el cual se efectúan las ventas de títulos recién emitidos, a los compradores originales.<sup>xxxii</sup>

MERCADOS SECUNDARIOS: mercado en donde se transan valores o títulos que ya han estado en posesión de otros.<sup>xxxiii</sup>

---

<sup>xxvii</sup> Bolsa de Valores de El Salvador. BVES. *Glosario Bursátil*.

<sup>xxviii</sup> *Ibidem*

<sup>xxix</sup> *Ibidem*

<sup>xxx</sup> Banco Central de Reserva del Perú. *Glosario de Términos Económicos*.

<sup>xxxi</sup> Bolsa de Valores de El Salvador. BVES. *Glosario Bursátil*.

<sup>xxxii</sup> *Ibidem*

<sup>xxxiii</sup> *Ibidem*

MINUSVALÍA: pérdida que resulta de la venta de un activo a un precio inferior al precio de compra.<sup>xxxiv</sup>

PATRIMONIO: es el valor líquido del total de los bienes de una persona o una empresa. Contablemente es la diferencia entre los activos de una persona, sea natural o jurídica. Y los pasivos contraídos son terceros.<sup>xxxv</sup>

PERMUTAS DE INCUMPLIMIENTO CREDITICIAS (CDS) es un mecanismo equivalente a una fianza en donde una de las partes compra protección frente a un riesgo de crédito, durante un determinado período de tiempo, a cambio de un pago periódico. El vendedor de protección se compromete a realizar un pago en el supuesto que ocurra una irregularidad en las obligaciones del crédito. Si no ocurre ningún evento, la entidad vendedora de protección no realiza ningún pago.<sup>xxxvi</sup>

QUIEBRA: situación jurídica en que se encuentra un comerciante cuando cesa o suspende sus pagos, teniendo por objeto tal estado jurídico, obtener la liquidación el activo del quebrado y la distribución equitativa del mismo entre sus acreedores, según la graduación que le corresponda por el carácter de sus créditos, y hasta por el importe total de los mismos, si fuese posible.<sup>xxxvii</sup>

RECESIÓN: Es un periodo de tiempo de duración mayor a doce meses durante el cual el porcentaje de crecimiento del Producto Interior Bruto de una economía es negativo. Para la Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (National Bureau of Economic Research) de Estados Unidos, considera como recesión cualquier decrecimiento continuado de la actividad económica por dos o más trimestres consecutivos.<sup>xxxviii</sup>

RENTABILIDAD: es la relación entre la utilidad proporcionada por un título y la cantidad de dinero invertido en su adquisición.<sup>xxxix</sup>

---

<sup>xxxiv</sup> Bolsa de Valores de El Salvador. BVES. *Glosario Bursátil*.

<sup>xxxv</sup> *Ibidem*

<sup>xxxvi</sup> Banco Central de Reserva del Perú. *Glosario de Términos Económicos*.

<sup>xxxvii</sup> Bolsa de Valores de El Salvador. BVES. *Glosario Bursátil*.

<sup>xxxviii</sup> *Ibidem*

<sup>xxxix</sup> *Ibidem*

REPORTO: acuerdo o contrato de compra venta de títulos mediante el cual el comprador adquiere la obligación de transferir nuevamente al vendedor inicial la propiedad de los títulos, dentro de un plazo de 2 a 45 días y bajo las condiciones fijadas de antemano en el negocio inicial. Es un vehículo para un crédito a corto plazo, en el cual la propiedad del título es temporalmente trasladada a quien recibe el crédito.<sup>xi</sup>

RIESGO: es el grado de variabilidad o contingencia del retorno de una inversión.<sup>xii</sup>

SISTEMA BANCARIO: parte del sistema crediticio de un país en el que se agrupan las instituciones financieras de depósito formando una estructura organizada.<sup>xiii</sup>

TÍTULO: valor que representa un derecho o una obligación en una sociedad.<sup>xiiii</sup>

---

<sup>xi</sup> Bolsa de Valores de El Salvador. BVES. *Glosario Bursátil*.

<sup>xii</sup> *Ibidem*

<sup>xiii</sup> Banco Central de Reserva del Perú. *Glosario de Términos Económicos*.

<sup>xiiii</sup> Bolsa de Valores de El Salvador. BVES. *Glosario Bursátil*.

## Introducción

La especulación financiera no es un fenómeno reciente, sin embargo, las consecuencias que a partir de éste se generan, son de tal trascendencia que, se vuelve necesario el estudio del fenómeno.

La presente investigación, enfocada desde Relaciones Internacionales, comprende el estudio del fenómeno mismo de la especulación financiera, sus causas y consecuencias. El funcionamiento de las bolsas de valores consideradas más representativas, a saber, la bolsa de valores de Nueva York, la bolsa de valores de Madrid, la bolsa de valores de Frankfurt y la bolsa de valores de El Salvador.

Teniendo en cuenta las bolsas de valores anteriormente mencionadas, se hace un estudio del comportamiento de los cuatro gobiernos durante la crisis financiera que se desató en 2008 con la caída de Lehman Brothers. También se estudian a importantes agentes dentro de la especulación financiera como son los conglomerados financieros y las agencias calificadoras de riesgo.

Los límites en la presente investigación los constituyen temas como: un estudio completo y profundo de los índices bursátiles tecnológicos; el estudio de los mercados primarios, en donde la especulación es un fenómeno poco probable; el estudio de otras bolsas de valores de los países emergentes como India, Brasil, Sudáfrica, entre otras; la bolsa de valores europea, y los índices bursátiles que determinan el valor porcentual de dicha bolsa. No se profundiza en el comportamiento de las casas corredoras de bolsa o especificaciones de productos bursátiles, como bonos, acciones, títulos, hipotecas, entre otros.

En el mercado de valores, la presente situación de inestabilidad a raíz de un comportamiento especulativo negativo parece vislumbrar las deficiencias de la estructura económica internacional bajo las cuales se gestionaron los entes reguladores de las bolsas. Con el estallido de la burbuja inmobiliaria, la confianza se perdió en una crisis del mercado hipotecario en que los agentes del mismo se vieron incapaces de mantener el flujo de capital dinámico en el sistema. Entonces quedó de manifiesto una situación de intereses, que se da a través del sistema no regulado, por ejemplo, en la crisis del

mercado hipotecario intervinieron múltiples agentes: desde el corredor de bienes raíces, el evaluador, el banco hipotecario, el banco de inversiones que re-empaquetaba los créditos hipotecarios como deuda colateralizada, hasta las agencias calificadoras que otorgaban un “rating AAA” para ese tipo de inversiones. Todos esos eslabones estuvieron cobrando una prima y transferían el riesgo al siguiente eslabón en la cadena que cada vez tenía menor capacidad y vocación para apreciar correctamente la solvencia del deudor. El resultado final: productos financieros tóxicos completamente desvalorizados que se distribuyeron por todo el sistema financiero, bancario y no bancario.

Por lo que ante esta problemática de una inestabilidad desmesurada en las distintas bolsas del mundo, es claro el cuestionamiento de un ente regulador ya sea nacional o supranacional que regule a los participantes directos e indirectos de los mercados de valores, así como también la necesidad de una regulación inmediata de los mercados ante la fallida autorregulación del mercado como elemento innato del sistema capitalista.

Dada las constantes fluctuaciones entre los diversos mercados de valores tras la crisis financiera de los Estados Unidos 2008, se hace importante para el estudio de las Relaciones Internacionales como disciplina científica, indagar de una manera cualitativa, a cerca de las implicaciones que ha traído para las inversiones y para la economía real dicha especulación financiera; específicamente, es menester analizar los efectos de las especulaciones de la bolsa de valores, dado que una crisis global per-se, que se tradujo en una crisis económica, tiene repercusiones en el mercado bursátil.

Se han seleccionado cuatro países diferentes tales como: los Estados Unidos de América, España, Alemania y El Salvador; estos a su vez, serán analizados desde su índice bursátil más importante y así valorizar lo acontecido entre dichas naciones desde una visión distinta a la connotación usualmente empleada por los especialistas económicos.

La investigación, tiene un carácter internacional, aplicado a la realidad salvadoreña, pues, al ser este un tema de coyuntura trascendental, es necesario hacer un esfuerzo desde la academia por conocerlo, entenderlo y aplicar las lecciones aprendidas y los retos del mismo dentro del acontecer nacional.

Con los conocimientos adquiridos por parte del grupo investigador a través de los cursos dados en la carrera de Licenciatura en Relaciones Internacionales, se toma la iniciativa de

realizar el presente estudio dentro del proceso académico del futuro profesional, además, con los resultados obtenidos, aportar con un análisis frente a la realidad que involucra actualmente las crisis, como por ejemplo la crisis mundial; por lo tanto, en el proceso de investigación se hace un análisis comparado, con los efectos experimentados en las bolsas más emblemáticas en América y Europa, para que, con los hallazgos se pueda contribuir a un diseño o rediseño del modelo financiero en El Salvador por medio de recomendaciones en el mejor desempeño de su dinámica, haciéndola más activa, para enfrentar los grandes desafíos generados por el fenómeno de la globalización bursátil.

Con esta propuesta de investigación, se abona al recurso bibliográfico de la Escuela de Relaciones Internacionales. La necesidad de explorar el área bursátil nace con ese fin, dada las casi nulas investigaciones existentes en el ramo.

El objetivo principal de la investigación es identificar cuáles son las perspectivas y los retos que enfrentan las bolsas de valores de Estados Unidos, España, Alemania y El Salvador frente al fenómeno de la especulación financiera posterior a la crisis del año 2008. Así mismo, se pretende identificar las causas y efectos del fenómeno de la especulación financiera, descubrir cuál ha sido el rol de las calificadoras de riesgo dentro del mercado bursátil antes, durante y después de la crisis de 2008; también, se pretende indagar qué medidas y políticas fueron implementadas por parte de los gobiernos a fin de prevenir y contrarrestar los efectos del fenómeno de la especulación financiera en las diversas bolsas de valores posterior a la crisis del año 2008.

Para analizar la presente investigación, se hizo necesario partir desde un enfoque de las Relaciones Internacionales, considerando la temática a abordar, se plantea la Teoría de la Interdependencia, cuyos precursores más representativos son Robert Keohane y Joseph Nye.

Ambos autores se cuestionan el paradigma del Realismo frente a la diversidad de actores existentes en la sociedad internacional, por lo que las relaciones internacionales no deben limitarse únicamente al estudio del comportamiento estatal, sino más bien al análisis de los factores diversos en un mundo globalizado.

A pesar que esta teoría emergió en los años sesenta y se consolidó en los setenta como resultado de la incompatibilidad con la teoría realista, es de vital importancia reconocer su



aplicabilidad para el ámbito económico actual, dado que el factor “poder” evoluciona también a un plano trasnacional, en donde cualquier decisión o acción tomada por los agentes internacionales, se reflejan no solo en el Estado, sino también en las grandes corporaciones o instituciones jurídicas, convirtiéndose tal situación en una interdependencia compleja.

Para el caso de la crisis 2008, la base teórica seleccionada fue el soporte en la explicación de los intereses financieros de la estructura internacional, vista desde una cosmovisión recíproca, es decir, aún cuando los mercados de valores de las cuatros bolsas en estudio no representen un funcionamiento idéntico, sí pueden representar una relación similar en cuanto al comportamiento, ya que, si el sistema financiero fue afectado desde un país como Estados Unidos, emblemático para otras naciones, entonces, significa que cualquier pauta de comportamiento también afecta a inversionistas, mercados bursátiles, y demás sectores que se retroalimentan de un Estado sin fronteras.

La metodología utilizada para la investigación fue un enfoque de tipo cualitativo, con un nivel de investigación exploratorio. A raíz del marco teórico preestablecido (paradigma de la interdependencia), es de destacar que el método seleccionado ayudó a la comprensión del tema; para ello, se desarrolló el método descriptivo, que es una forma de recolección de datos sin la medición cuantitativa, rigurosa y tradicional empleadas en las áreas económicas. La técnica utilizada fue principalmente de tipo documental, aunque se incluyeron fuentes secundarias, ya que se gestionaron entrevistas realizadas a especialistas en el ramo, utilizando como instrumento la cédula de entrevista.

## **CAPITULO I**

### **Especulación Financiera en el Mercado de Valores**

El presente capítulo aborda de forma interpretativa los principales elementos considerados en el fenómeno de la especulación, esto con el fin de responder al siguiente enunciado

¿Cuáles han sido las causas y efectos del fenómeno de la especulación financiera en las Bolsas de Valores de Estados Unidos de América, España, Alemania y El Salvador, previo a la crisis del año 2008?

El objetivo del desarrollo capitular es: identificar cuáles han sido las causas y efectos de la especulación financiera en las Bolsas de Valores de los Estados Unidos de América, España, Alemania y El Salvador previo a la crisis del año 2008.

La razón de ser del contenido investigado, radica en la importancia de conocer un fenómeno presente en el sector bursátil, que de una u otra manera genera fluctuaciones para el funcionamiento del mercado financiero, haciéndole a la vez susceptible en la economía real, esto por estar dentro de un sistema interconectado.

La estructura del capítulo consta de tres apartados macros que plantean los elementos necesarios para su comprensión; en el primer numeral relacionado a la introducción de la especulación financiera en el mercado de valores, se definen conceptos y elementos básicos para entender el momento de la especulación, sus orígenes y sus causas en general; el segundo numeral referido a los efectos de la especulación financiera en las bolsas de valores, deja de manifiesto que las causas estructurales del sistema financiero propagan efectos globales; en el último numeral se estudian casos del comportamiento especulativo en las bolsas de valores más representativas de los cuatro países en estudio, por lo que el análisis se basa en los indicadores bursátiles de las mismas.

Cabe indicar al lector que el grado analítico de los estudios de casos se limita a la realidad particular de cada uno de ellos, es decir, no se profundiza en un estudio comparado puesto que sus índices bursátiles obtienen puntajes diferentes. Este capítulo, por delimitar situaciones previas a la crisis 2008, será de utilidad para el seguimiento de lo acontecido en los posteriores años.

## **1.1 Introducción al fenómeno de la Especulación Financiera en el Mercado de Valores**

Dado que no existe una definición puntual al respecto sobre la Especulación Financiera o Especulación Bursátil se entenderá por Especulación Bursátil, toda aquella actividad que genere un interés lucrativo a través de la compra o venta de una cotización en la bolsa de valores en el momento oportuno y al corto plazo, asumiendo así un riesgo.

A partir de dicha conceptualización es importante destacar que la lingüística financiera limita el fenómeno de la especulación comprendiéndola como un concepto relativo, coyuntural y dependiente del sistema financiero. Es decir que es el mismo sistema financiero quien desde su estructura básica es permisivo del fenómeno de la especulación. Las características antes mencionadas de la especulación son completamente validas partiendo de la visión que la terminología denota una situación imaginaria, evidentemente la especulación será sobre la base de algo que no necesariamente existe en el mundo real o que se ve materializado de forma tangible, por lo que la característica de ser dependiente del sistema financiero cobra mucho sentido y demuestra su validez. Sin olvidar que la especulación hace uso permanente de las transacciones mismas de los valores, lo que le brinda mayor autenticidad a dicho análisis.

A pesar de ello, para efectos de la investigación, especulación hará referencia a uno de los instrumentos de los que se valen los agentes del mercado de valores para generar un ambiente de incertidumbre sobre los valores cotizados en momentos oportunos y cruciales, aceptando de antemano que el sistema financiero mismo es el responsable de retroalimentar el componente de la especulación, el cual es necesario para generar ganancias. Fenómeno que expone las crisis cíclicas experimentadas en el sistema internacional a partir del crack bursátil y el desplome en las economías mundiales.

Para ampliar de forma concreta el concepto antes expuesto es necesario conocer los elementos básicos que se presentan previos a dicha especulación. Para ello hay que hacer mención del contexto que propicia de manera inmediata una concreta especulación, es decir el periodo descrito como: Euforia.

La Euforia se entiende como el momento crucial donde los inversionistas apuestan por una innovación en el mercado que coyunturalmente parece rentable.<sup>44</sup> Permite comprender con facilidad el juego de la especulación, dado que esa misma euforia se encuentra íntimamente ligada a la especulación, por ser este el momento decisivo para que el actor especulativo obtenga beneficios a pesar de representarle un riesgo probable. Entendiendo de esta forma que tanto especulación como euforia son dos elementos y momentos distintos en el sistema financiero, pero mutuamente complementarios y necesarios para su replicabilidad en los ciclos.

Sobre dicho momento de Euforia, el economista Galbraith señala que *hay otros dos factores que contribuyen a esa euforia y la sostienen, y que han sido escasamente valorados en nuestro tiempo o en época pasadas. El primero de dichos factores es la extrema fragilidad de la memoria en asuntos financieros. En consecuencia, el desastre se olvida rápidamente. Así pues, cuando vuelven a darse las mismas circunstancias u otras muy parecidas, a veces con pocos años de diferencia, aquéllas son saludadas por una nueva generación, a menudo plena de juventud y siempre con una enorme confianza en sí misma, como un descubrimiento innovador en el mundo financiero y, más ampliamente, en el económico. Debe haber pocos ámbitos de la actividad humana en los que la historia cuente tan poco como en el campo de las finanzas. El segundo factor que contribuye a la euforia especuladora y al ineluctable colapso es la engañosa asociación de dinero e inteligencia.*<sup>45</sup>

Al analizar el denominador de la fragilidad de la memoria en asuntos financieros, se hace referencia a la apatía que los especuladores tienen acerca de los precedentes de crisis cíclicas del sistema financiero, y es justamente por ese motivo, que en la medida en que se presten las condiciones favorables en una economía éstas serán bienvenidas y bien recibidas por las nuevas generaciones de inversionistas que traerán consigo una enorme confianza que perpetuará el momento de la euforia en el mercado de valores, alejándolos cada vez más de la realidad del sistema financiero.

De la mano se debe analizar el binomio de dinero-inteligencia como segundo denominador del elemento de la euforia.

---

<sup>44</sup> Galbraith, Kenneth J.: *Breve Historia de la Euforia Financiera*, Ariel, Barcelona, 1991, p.5.

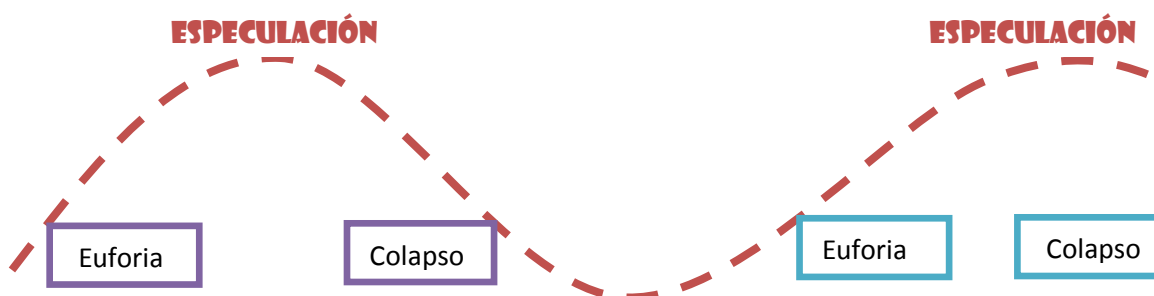
<sup>45</sup> *Ibidem*, p.7.

Este binomio alimenta de forma directa la euforia que precede un ambiente especulativo en los mercados de valores. Esta situación denota un patrón cultural, en la medida en que se educa a las masas haciéndolas creer que las mentes ingeniosas en materia económica y financiera están localizadas en las clases altas de las sociedades, por lo tanto, las decisiones que de ahí provengan están legitimadas por esta misma figura dentro del sistema. Sistema que en algún momento sostuvo el ideal que a mayor administración de la riqueza por las clases altas, mayor oportunidades para las clases bajas.<sup>46</sup>

A pesar de ello se debe comprender que el momento de la euforia encontrará su clímax ya sea a corto, mediano o largo plazo, al mismo tiempo que el ambiente especulativo se acreciente y genere un bienestar para los especuladores. Sin embargo de forma inequívoca vendrá el colapso en algún momento. El desplome de actores emblemáticos, deviene de la incapacidad de dejar de lado el orgullo de haber encontrado una innovación en el mercado de valores que tarde o temprano descenderá cuando se encuentre otra innovación en el mismo mercado.

Es evidente que según los elementos contenidos en los enunciados de Galbraith, previo al fenómeno de la especulación es necesario que se genere un momento de euforia y será este elemento el que la alimente hasta alcanzar su clímax. Como se muestra en la figura 1; la relación especuladora se generará a raíz de una euforia llevándola a un clímax que evidentemente se degradará hasta generar un inevitable colapso, el cual sentará las bases para la regeneración del ciclo y de un nuevo momento de euforia a través de diferentes valores dentro del mercado.

**Figura 1: Relación cíclica de Euforia- Especulación**



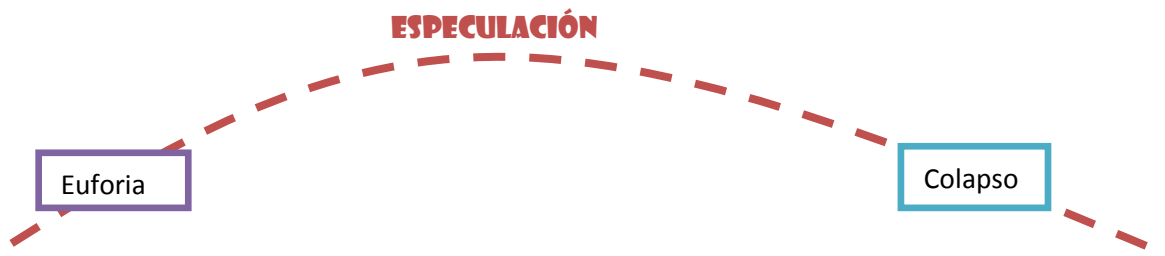
**Fuente:** Elaboración propia a partir de la interpretación del fenómeno dado por Galbraith

<sup>46</sup> *Ibídem.* p.8.

Sin embargo, podría darse una lectura diferente sobre los elementos antes mencionados. Partiendo de la idea que el fenómeno de la especulación surge de la búsqueda de los especuladores en el momento oportuno para hacer uso de la compra y venta de valores, el momento de euforia no se entendería como el paso previo a la especulación, más bien, se comprendería como el primer elemento de la misma.

En otras palabras y como se refleja en la figura 2, al generarse un ambiente especulativo en el mercado, consecuentemente se genera un momento de euforia entre los inversionistas, lo que permitiría asumir que la euforia sería un elemento contenido dentro de la especulación. Al igual que en la lectura anterior ya sea a corto, mediano o largo plazo esa euforia alcanzará su clímax y llegará el colapso, lo que la convertiría en otro elemento contenido dentro del fenómeno de la especulación. Ambas lecturas de estos elementos son válidas y generan un ambiente cíclico especulativo en los mercados de valores.

**Figura 2: Relación dependiente entre Especulación- Euforia**



*Fuente: Elaboración propia*

El fenómeno de la especulación, a pesar de sus elementos, se genera a partir de distintas causales dentro de los mercados de valores y por ende del sistema financiero. Las causas de la especulación financiera se dan, en primer lugar por las realidades en la estructura del mismo sistema económico-financiero. A través de un capitalismo que cíclicamente encuentra una baja o un quiebre bursátil que se genera de forma constante y que no siempre encuentra el mismo fin o los mismos perjudicados.

Otro elemento importante a considerar de la especulación es que responde a la percepción del momento oportuno de los diversos especuladores e inversionistas dentro

del mercado de valores, por lo que podría entenderse que la especulación también se genera a raíz de causales subjetivas del entendimiento de los actores del mercado bursátil.

Por un lado, la causante macro de este fenómeno es el mismo sistema económico internacional, un capitalismo cíclico que no escapa de la baja o del quiebre bursátil que se genera cada cierto tiempo, y hay que tener en cuenta que éste no siempre termina de la misma forma o con la misma intensidad en un mercado de variadas realidades y valores.

Además, en la historia, empezando con los tulipanes en 1637 en Holanda<sup>47</sup>, se repiten ciertos fenómenos o características, que indican la proximidad de un periodo de especulación, ya sea que la especulación se encuentre antes o después del periodo de euforia o se origine una nueva modalidad dentro de cada generación.

Por lo tanto, para profundizar en las causas que provocan gestiones especulativas, se deben tomar en cuenta todo factor coyuntural y estructural. Coyuntural porque como lo indica la definición base, la especulación depende de un corto plazo, por ende su causa puede ser inmediata y con interés particular; y estructural porque la dinámica con la que se mueve es acorde a la lógica para la obtención de mayor rentabilidad en élites financieras. Luego de exponer los elementos que definen a la especulación y las características con las cuales se ha interpretado\*, es complementario describir su funcionamiento.

Particularmente, el funcionamiento de la especulación financiera en la bolsa de valores no ha sido estrictamente estudiado por todos los inversionistas que acceden a los mercados de valores, puesto que sobre la base de los ciclos auto regulatorios del sistema, la especulación solo es usada por los verdaderos agentes dedicados a esa actividad, esto se da por la simple razón que la misma historia revela, es decir, para los especuladores audaces el funcionamiento no deviene de otros, al contrario ellos mismos toman control y

---

<sup>47</sup> Medina, Fernando. *Asunto: Los Tulipanes*, 1999. En: [perso.wanadoo.es/sauki/bolsa/historia/tulipanes.pdf](http://perso.wanadoo.es/sauki/bolsa/historia/tulipanes.pdf) (Consultada: 9 de abril de 2012)

\* Características que no necesariamente son las tradicionales a los que los expertos señalan; vale aclarar que, en este trabajo investigativo la interpretación de los conceptos que sirven para caracterizar a la especulación bursátil, parten de una visión crítica de lo generalmente conocido como oficial.

\* En el apartado 1.3 se estudiaran casos que ayudarán a la comprensión de las causas principales de la especulación

dictan el funcionamiento, ya que la situación especulativa, como se puede apreciar en los tiempos de euforia por ejemplo, hacen que el ambiente parezca real, a sabiendas por ellos mismos que es un mundo imaginario, además, tal mundo imaginario disfraza una verdad que relativamente es ventajosa para continuar el círculo vicioso generado en los mercados bursátiles, esa verdad subyace en hacer que los nuevos inversionistas-especuladores no tengan claro el panorama que presenta el juego de los momentos reales, y por consiguiente caigan en las fluctuaciones llevadas a cabo en las bolsas con la agilidad propia de las razones de rentabilidad.

Para contextualizar, si se toma de ejemplo lo que dicta el economista Arcadi Oliveres, se entiende que la especulación, hablando de tiempos modernos, y basados en las consecuencias que la historia ha demostrado, no es buena. Así, se explica el proceso mediante el cual, un simple agente dentro del mercado de valores puede ser el generador, de una especulación, que incluso pueda llegar a afectar a terceros anteriormente bien posicionados.

Hay que entender este proceso mediante un ejemplo práctico y real en el que se demuestre cómo sucede; se cita el ejemplo del señor George Soros, quien allá por 1992 se le da por especular con la libra esterlina, lo que le genera ganancias de alrededor de mil millones de dólares que no son de ninguna manera cuestionados, más que por la moralidad misma.<sup>48</sup>

No obstante, es de tener claro en dónde se da la especulación propiamente dicha, ya que identificar el lugar clave, es un punto que ayuda a fundamentar la idea sobre su naturaleza impulsadora de efectos negativos.

Pero catalogar a la especulación como una actividad absolutamente mala o negativa, también se estaría limitando el análisis a una sola variable, cuando se conoce indiscutiblemente que los efectos sobre la economía son a la vez producto de otros factores que no necesariamente depende de la especulación, como por ejemplo, factores políticos, monetarios, desregulaciones, entre otros.

---

<sup>48</sup> Ver video: *Una arquitectura internacional para después de la Crisis*. En: [www.youtube.com/watch?v=VKYHeXVA9k](http://www.youtube.com/watch?v=VKYHeXVA9k)



Haciendo posible afirmar desde un punto de vista de la interdependencia financiera, que, la especulación siempre estará presente para el funcionamiento de los mercados de valores, puesto que por medio de esta actividad las cotizaciones de las bolsas se retroalimentan para tener una fluidez en la compra y venta ya sean de activos, títulos, bonos, entre otros.

El problema de las acciones especulativas es que hacen posible sobrevalorar los mercados. Ya se mencionó que conocer el lugar clave donde se desarrolla la especulación es un punto importante para estudiar su naturaleza.

Para comprender en dónde se desarrolla de mejor manera la especulación se ha clasificado su naturaleza en términos propios:

- a) Informativa
- b) Acaparadora e
- c) Irrestriccta

**a) Informativa**

Porque de allí deviene en su mayoría de casos la sobrevaloración, de modo que se basa en la publicidad para mantener una estrategia generadora de riesgos, pero que de alguna manera resulta funcional para el especulador que la pretende, pues, una de las figuras que se toma, es vender aun cuando no se tenga lo que se vende, y la información se hace llegar a un grado tan convincente que se logra el objetivo ya sea de vender o comprar los valores, y si se ha vendido lo que no se tiene, pues entonces la lógica es simple: como los valores puestos a la venta han sido sobre un precio alto o estándar, el mismo mercado permite presuponer que en cualquier instante ese valor a la venta bajará de precios, por tanto, cuando el precio baje luego de la venta, el agente que los vendió, recibirá obviamente los beneficios por la compra que realiza a través de su especulación propagada en cifras irreales.

Es de resaltar que el especulador contará con información privilegiada para realizar su estrategia, a menos que utilice el riesgo a su favor por medio de la mente innovadora, con el cual se permitirá cualquier modo de intervención. La innovación es un elemento preciso para quién especule y el manipuleo de la psicología será un arte.

### **b) Acaparadora**

Atendiendo a lo anterior, es imprescindible indicar que la especulación también posee una naturaleza acaparadora; y esto es así por la ley de la oferta y demanda, que para casos especulativos no es una ley natural, sino una ley creada, artificial.

Acaparar, puede hacerse de varias formas, al referirse al ya citado ejemplo de George Soros, se percibe implícitamente que las medidas de modificar las divisas fue un momento especulativo que inició por acaparar el valor de la libra esterlina, mediante un préstamo a la banca británica y luego el intercambio de las mismas por marcos alemanes, este hecho fue llevado a cabo por la modificación en la tasa de cambio, que para el caso de la libra esterlina llegó al 15% de su tasa de interés original, y respecto al marco alemán fue una diferencia enorme cuando el señor Soros quiso intercambiarla por libras, haciendo posible el pago de lo que había prestado en libra esterlina más la ganancia por la devaluación del marco alemán.

### **c) Irrestricta**

Absolutamente nadie cuestiona las actividades especulativas o acaparadoras, es aquí donde se dice que su naturaleza también es irrestricta; debe entenderse que para ciertos autores, la especulación es un modelo regulador del mercado por influir en la curva de oferta y demanda. Pero ya se ha visto sin duda que la especulación es la creadora de una curva de oferta y demanda ficticia, entonces no puede llamarse a este hecho, regulador; Antes bien, es un hecho sencillamente sin restricciones, no para auto regular sino para hacer funcionar algo ya preestablecido, en este sentido como el sistema ha acomodado el modus operandi, el mecanismo parece normal, solo se necesita saber ser innovador en algunos aspectos que permitan más obtención de ganancias y continuar con el esquema acostumbrado.

Pero no, esas clases de convicciones son las que alientan a la especulación y le hacen indiscutible, por eso merece la pena mencionar que la especulación se desarrolla así misma valiéndose de las oportunidades que otros ignoran o pretenden no conocer.

Luego de esbozar la naturaleza de la especulación, se deja al descubierto el punto donde mejor se practica, precisamente es en los mercados secundarios de las bolsas de valores donde se manifiesta la especulación; es de resaltar que una bolsa es útil para que empresas tengan una relación de financiamiento ya sea por concepto de pagos por un

préstamo o por cobro de acciones cotizadas por terceros; a este mecanismo se le conoce como mercado primario por practicar por primer vez las emisiones de una empresa que desee destinar sus ahorros a nuevas inversiones.

En la renegociación de las primeras emisiones, o mejor dicho en el escenario del mercado secundario, es cuando se dan los movimientos especulativos, a raíz de que es el ambiente oportuno para manifestarse en cualquiera de su naturaleza ya mencionada. Al tratarse de un mercado del cual las acciones son más codiciadas (por razones de rentabilidad) y por ello mejor cotizadas, los intermediarios se ponen a la orden y hacen cambiar de titularidad, esperando en un corto o mediano plazo que las acciones emitidas suban de valor, dando así cabida a la tan sonada pero discreta especulación.

Aún cuando ésta no es muy evidente por las múltiples operaciones realizadas al día, la especulación puede detectarse por los cambios bruscos en su comportamiento respecto del contexto económico que se vive, por ejemplo, si existe un comportamiento a la baja en la economía y se aprecia paralelamente un alza en las cotizaciones de bolsa, significa que algo difiere, no obstante, la respuesta en un ciclo tradicional, apuntaría a que se está jugando con dinero virtual, cosa verdadera pero jamás cuestionada.

## **1.2 Efectos de la Especulación Financiera en la Bolsa**

Como se ha explicado anteriormente, los ciclos financieros son recurrentes, con condiciones propias de cada uno, dentro del sistema. Eventualmente, estos ciclos desarrollan el período de especulación lo que genera a su vez, ciertos efectos, que pueden ser anteriores o posteriores. Y es que la especulación financiera que se genera dentro de la bolsa se deja sentir sobre la economía de las naciones.

Si se parte del entendido que la especulación financiera se encuentra en sentido estricto, en un plano abstracto, aparentemente lejano de la economía real, las consecuencias que se presentan no deberían ser sentidas, por la población en general. Sin embargo, la especulación financiera pone en juego a la economía real, en cuanto se especula con dinero de la economía.

Para clasificar las consecuencias de este fenómeno, se han dividido las mismas en dos grandes apartados: las consecuencias a las que se enfrenta el especulador o agentes financieros y como otro segundo gran apartado, es necesario mencionar aquellas consecuencias que afectan directamente a la economía real.

En primer lugar, se describen las consecuencias de la especulación, para aquellos agentes financieros, o especuladores. Estos, ven en la especulación financiera una oportunidad de incrementar sus ganancias, y es justamente por lo que son llamados especuladores financieros. Tal como se diera a entender en la definición de especulación financiera al principio del capítulo. Sin embargo, estos agentes financieros pueden dividirse en dos grupos.

En primer lugar, se encuentran aquellos especuladores con experiencia, que han atravesado otros períodos especulativos y que por tanto, conocen la dinámica del mercado. Por otro lado, se encuentran los especuladores que carecen de memoria financiera, se trata, generalmente, de las nuevas generaciones de agentes económicos, estos pueden salir beneficiados del periodo especulativo o por el contrario, su corta experiencia hace que este periodo sea tan difícil de manejar, como las pérdidas monetarias.

Es importante analizar que el mercado financiero permanece de este modo en tanto que es beneficioso para el especulador experimentado crear y alimentar el periodo de bonanza que precede al momento especulativo, de esta manera sucede que sus ganancias aumentarán, a diferencia de aquellos no experimentados, pues los primeros estarán preparados para definir el momento específico para poder retirarse y llevar solo ganancias y no pérdidas. Caso contrario a lo que puede pasar a aquellos especuladores no experimentados, que, por lo general, contabilizan más pérdidas que ganancias en sus haberes.

Los especuladores son responsables de ciertos giros en la dinámica de la economía real, esto es así, en cuanto que como se explicaba anteriormente, la especulación juega con el contexto económico real. Cuando esto sucede, se puede hablar de consecuencias económicas de la especulación financiera. Es importante destacar que no todo ciclo especulativo ha de traer consecuencias económicas, pero es necesario entender que tras

un severo revés en la economía real, se puede encontrar con facilidad causas tan abstractas como la especulación.

Debido a las grandes experiencias de la economía mundial, fácilmente se puede reconocer que un efecto económico de la especulación financiera es la crisis económica. Es menester explicar cuál es la relación entre una y otra a fin de comprender que esta, es una de las consecuencias más reconocida y estudiadas.

Existen diversos planteamientos acerca de la relación entre especulación y crisis financiera. Uno de estos planteamientos, menciona que las crisis que se han generado durante las últimas décadas, han sido estrechamente supervisadas por el Fondo Monetario Internacional. Por otro lado, para William E. Simon, economista y ex Secretario del Tesoro de Estados Unidos, los préstamos otorgados por el FMI se parecen mucho a los préstamos para el desarrollo que supuestamente caen bajo el ámbito del Banco Mundial, razón por la que ambas instituciones deben fusionarse, afirmando así, que los burócratas del FMI inventaron una nueva misión que nunca fue completada en el documento constituido que originó su nacimiento.<sup>49</sup>

*Las grandes crisis económicas observadas durante los años de 1997 y 1998 en países como Rusia, México, Japón, Los Tigres del Este y el Brasil; las cuales concluyeron con grandes caos y alarmas en las principales bolsas de valores del mundo, responden a los objetivos específicos de la especulación financiera. Crisis que cerraron su ciclo demoledor para la economía global con pérdidas billonarias en dólares para los inversionistas debido al gran trastorno que éstas produjeron en los mercados de capitales y en los programas estratégicos relacionados con el crecimiento de la economía mundial.<sup>50</sup>*

---

<sup>49</sup> Maldonado, Manuel E.: *Consecuencias económicas de la especulación financiera*. La Prensa, Nicaragua, Edición 22310. En: <http://archivo.laprensa.com.ni/archivo/2001/marzo/14/economia/economia-20010314-09.html> (Consultado: 5 mayo 2012)

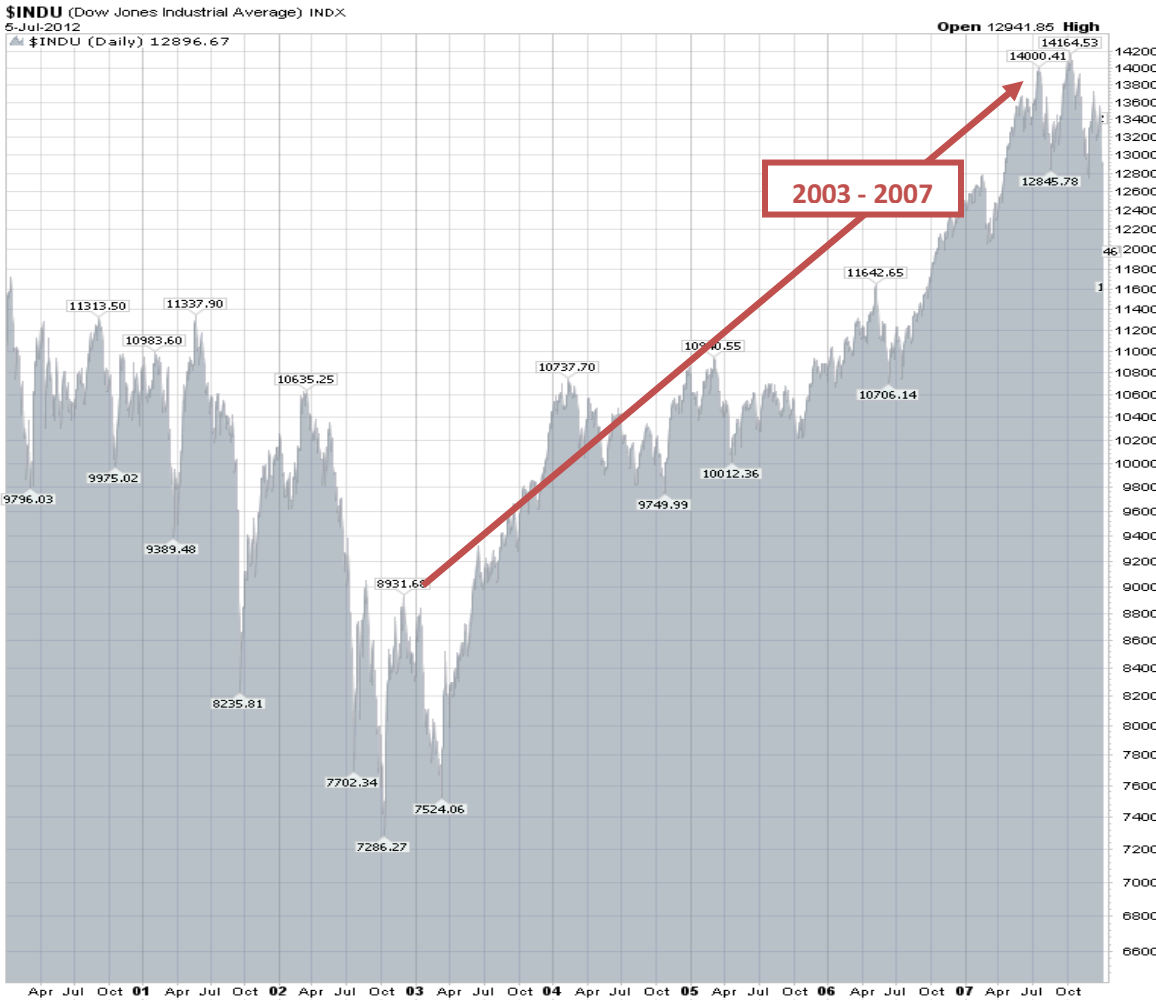
<sup>50</sup> *Ibídem.*

# 1.3 Comportamiento del fenómeno de la especulación en las Bolsas de Valores de Estados Unidos de América, España, Alemania y El Salvador

## 1.3.1 Caso Bolsa de Estados Unidos de América

El caso de la Bolsa de Valores de Estados Unidos de América es particularmente determinante, dado que a partir de la caída del valor de sus activos existe una repercusión directa en los valores de las demás bolsas del mundo. Sin embargo, a pesar de esto la bolsa norteamericana NYSE, hasta el año 2007 presenta a través de su índice más representativo de todos, el Dow Jones Industrial Average (DJIA), una clara tendencia al alza (Gráfico 1).

**Gráfico 1: Cuadro Porcentual Trimestral del DJIA de 2001-2007**



Fuente: <http://stockcharts.com/freecharts/historical/djia1900.html>

Según lo observado en el gráfico, es precisamente entre los años 2003 y 2007 que se gesta la burbuja especuladora, dado que el crecimiento desmesurado del índice durante esos años es evidente, que estalla posteriormente en el segundo trimestre de 2008 con la Crisis Financiera.

El Índice Industrial Dow Jones en la bolsa de valores norteamericana (NYSE) representa al top 30 de los conglomerados y empresas de la nación. Cada empresa es valorada según el valor de sus acciones en el mercado y el índice se extrae de los valores combinados de las 30 empresas, es ese el valor que determina la fluctuación del índice Dow.

**Tabla 1: Top 30 empresas que conforman el Índice Industrial Dow Jones**

<b>Compañía</b>	<b>Símbolo</b>	<b>Sector</b>
3M Co.	MMM	Industrial Variado
Alcoa Inc.	AA	Aluminio
American Express Co.	AXP	Finanzas
AT&T	T	Telecomunicaciones
Bank of America	BAC	Banca
Boeing Co.	BA	Aeroespacial
Caterpillar Inc.	CAT	Comercial, Camiones y Vehículos
Chevron	CVX	Petróleo y Gas
Cisco Systems	CSCO	Banca
Coca-Cola Co.	KO	Bebidas
E.I. DuPont de Nemours	DD	Productos Químicos
Exxon Mobil Corp.	XOM	Petróleo y Gas
General Electric Co.	GE	Industrial Variado
Hewlett-Packard Co.	HPQ	Hardware y Computadoras
Home Depot Inc.	HD	Venta Productos de Hogar
Honeywell International Inc.	HON	Industrial Variado
Intel Corp.	INTC	Semiconductores
International Business Machines Corp.	IBM	Computadoras
Johnson & Johnson	JNJ	Productos Farmacéuticos
JPMorgan Chase & Co.	JPM	Banca
Kraft Foods	KFT	Alimentos
McDonald's Corp.	MCD	Restaurantes y Bares
Merck & Co. Inc.	MRK	Productos Farmacéuticos
Microsoft Corp.	MSFT	Software
Pfizer Inc.	PFE	Productos Farmacéuticos
Procter & Gamble Co.	PG	Productos de Hogar
Travelers Corp.	TRV	Aseguradora
United Technologies Corp.	UTX	Aeroespacial
Verizon Communications Inc.	VZ	Telecomunicaciones
Wal-Mart Stores Inc.	WMT	Venta Mayoreo
Walt Disney Co.	DIS	Entretenimiento

**Fuente:** <http://nyjobsources.com/djia.html>

Para el mes de Junio del año 2012, dos empresas salieron del índice Dow Jones debido a sus pérdidas durante la crisis financiera de 2009, son los casos del conglomerado financiero Citigroup y General Motors y fueron reemplazados por Cisco Systems otro conglomerado financiero y Travelers una aseguradora.<sup>51</sup>

A diferencia de otros indicadores, el Dow Jones obtiene su índice del valor combinado de todas sus empresas y no únicamente del monto de sus cotizaciones más altas, lo que permite hacer un análisis de la bolsa de valores norteamericana. Si se observan las empresas que conformaban el índice Dow para los años previos a la crisis y durante la crisis eran en gran parte conglomerados financieros lo que permite hacer una relación directa con el por qué del crecimiento desmesurado de los valores en la bolsa norteamericana hasta finales del 2007 y también su colapso para 2009.

El mes de agosto de 2007 en la Bolsa de Valores Norteamericana (NYSE) es considerado un momento Minsky por los inversores, por el elevado riesgo que adquirieron instrumentos financieros complejos y opacos y, en consecuencia, por la fragilidad de las estructuras financieras montadas por bancos comerciales y de inversión y transferidas a inversores institucionales como fondos de pensión, fondos de inversión, fondos soberanos entre otros, así como instrumentos especiales de inversión.<sup>52</sup>

El argumento es que a medida que avanza la fase expansiva del ciclo especulativo, la que en este caso es financiada por una expansión del crédito, aumenta la confianza en que el auge continuará y esto incrementa la demanda y la oferta de crédito. La euforia y la expansión del financiamiento generan una burbuja en el precio de todos o de algunos activos, lo que crea la sensación de que la compra de esos activos financiada por crédito es una operación muy rentable. De hecho, a medida que avanza el auge, en un número creciente de casos el aumento del precio será la única manera de pagar el crédito. Para decirlo en palabras de Minsky, *un régimen en el que hay y se espera que siga habiendo ganancias de capital es un ambiente favorable para involucrarse en financiamiento especulativo.*<sup>53</sup>

---

<sup>51</sup> Wall Street Journal: <http://online.wsj.com/article/SB124386244318072033.html>, Consultada el 8 de Agosto de 2012.

<sup>52</sup> Macedo, Marco Antonio, Farhi, Maryse.: *Crisis Financiera Internacional: Contagio y Respuestas Regulatorias*, Revista Nueva Sociedad N.224, Nov/Dic 2009, p. 105.

<sup>53</sup> Machinea, Jose Luis, *La Crisis Financiera Internacional: su Naturaleza y los desafíos de la política económica*, Revista CEPAL N° 97, Abril 2009, p.37.



El aumento del crédito, que muchas veces se da en el contexto de una política monetaria de acomodo, se potencia durante la fase de expansión mediante un mayor apalancamiento del sistema financiero, es decir por el aumento de la relación entre activos y patrimonio.

Históricamente esta relación, ha sido el resultado de innovaciones menos demandantes de capital, incluido el surgimiento de nuevos intermediarios, lo que ha dado lugar a una menor participación de los bancos de depósitos en el sector financiero. El caso extremo es el de los Estados Unidos, donde los activos financieros en poder de los bancos de depósitos tradicionales representan menos del 25% del total de activos de las instituciones financieras.

El mayor apalancamiento va debilitando el sistema financiero, ya que el capital queda cada vez más expuesto a pequeñas pérdidas de los activos. Dado que la variación del apalancamiento es pro cíclica, este alcanza su valor máximo en el momento en que el precio de los activos comienza a reducirse. Por lo tanto, en esta etapa se intensifican los efectos de la caída de precios y, con ello, de la menor capacidad de pago de los deudores; de esa manera, el impacto en la solvencia del sistema es marcadamente acentuado.<sup>54</sup>

*Para marzo de 2008 la quiebra de Bear Stearns, el quinto banco de inversiones más importante de los Estados Unidos, se evitó gracias a la intervención y la garantía de compra de \$ 29.000 millones por parte de la Reserva Federal, pero con una gran desvalorización por parte de JP Morgan Chase, que alcanzó los \$10 por acción mientras que un año antes la cotización de las mismas había alcanzado los \$170.<sup>55</sup>*

A partir de julio de 2008 se produjo una pérdida de confianza en la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) y la Federal Home Loan Mortgage Association (Freddie Mac), las dos grandes agencias casi públicas creadas con el propósito de proveer liquidez al mercado inmobiliario de Estados Unidos. Estas compañías privadas con acciones negociadas en la Bolsa de Valores (NYSE), pero consideradas patrocinadas por el gobierno, podían financiarse a un costo bastante próximo al del Tesoro americano y

---

<sup>54</sup> *Ibidem.*, p.38

<sup>55</sup> *Ibidem.*, p.106.

operar con más apalancamiento que otras instituciones financieras, sustentando sus actividades con un patrimonio relativamente bajo.<sup>56</sup>

Como es evidente muchos de valores cotizados en la bolsa de valores de Nueva York (NYSE) eran justamente los valores en cuestión para el momento de la crisis, sin embargo al momento del auge especulativo durante los años previos estos mismos valores provocaron el desbordado crecimiento en los índices del Dow Jones y los conglomerados financieros reportaban las cotizaciones más altas.

### 1.3.2 Caso Bolsa de Madrid, España

La realidad de España previo a la crisis de las hipotecas Subprime de los Estados Unidos, era relativamente positiva en cuanto su índice bursátil el Ibex 35 llevaba una trayectoria al alza, comparado con años anteriores; en el 2007 el Ibex 35 cerró con una rentabilidad de 7,3%.<sup>57</sup>

**Tabla 2: Evolución del Ibex 35, 2007**

Mes	Ultimo	% Variación (mes anterior)	Máximo	Fecha	Mínimo	Fecha
3012/2006	14.146,50					
Enero	14.553,20	2,87	14.605,60	25	14.065,70	10
Febrero	14.248,40	-2,09	14.963,60	21	14.070,90	28
Marzo	14.641,70	2,76	14.730,40	30	13.602,40	14
Abril	14.374,60	-1,82	15.136,20	20	14.342,00	27
Mayo	15.329,40	6,64	15.340,50	31	14.176,00	3
Junio	14.892,00	-2,85	15.543,80	1	14.582,40	27
Julio	14.802,40	-0,60	15.297,20	19	14.378,70	27
Agosto	14.479,80	-2,18	15.028,70	8	13.841,60	17
Septiembre	14.576,50	0,67	14.704,50	27	13.519,10	17
Octubre	15.890,50	9,01	15.897,30	31	14.443,90	1
Noviembre	15.759,90	-0,82	16.040,40	9	15.165,10	27
Diciembre	15.182,30	-3,66	15.983,40	12	15.107,40	20
Rentabilidad Año (Enero - Diciembre 2007): 7,32%						

**Fuente:** Bolsa y Mercados Españoles (BME)

<http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/infmercado/2007/Infmercado.htm>

La Tabla 2, muestra claramente la evolución que ha tenido el Ibex respecto al puntaje de cierre del año 2006. Para el 2007, se representa en la primera columna, los meses de enero a diciembre. Cada mes refleja su puntaje de cierre y su porcentaje respecto al mes

<sup>56</sup> *Ibidem.*, p.106

<sup>57</sup> Revista de Bolsas y Mercado Españoles. *Estadísticas Septiembre 2011.* p.2. En: <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revistaOnline/index.htm> (Consultada:10 de abril 2012)

anterior. A la vez, se indica cuál fue el puntaje máximo y mínimo en sus respectivas fechas. Verificando al cierre, la rentabilidad porcentual para el año 2007.

Permitiendo destacar que, la bolsa española durante cuatro años obtuvo muy buenos resultados, y en el 2007 esos resultados venían creciendo en los valores hasta consolidar un privilegiado liderazgo de rentabilidad, pero este crecimiento fue por la actividad corporativa de nuevas formas de contratación en la bolsa española.

Así se lee en el Informe del mercado 2007 de la Bolsa y Mercados Españoles (BME): *El año bursátil ha estado marcado por el impresionante aumento del volumen de contratación que, tras haber roto en 2006 por primera vez la cifra emblemática del billón de euros, ha aumentado un 45% tras cuatro años anteriores creciendo por encima del 25%. La liquidez alcanza niveles sin parangón en toda su historia y el crecimiento de la contratación electrónica en la Bolsa española en los últimos cinco años de mercados alcistas supera a los principales mercados europeos según los datos suministrados por la Federación Europea de Bolsas.*

Indudablemente con la caída mundial, se abrió el espacio para la incertidumbre financiera sobre el ritmo que llevaba el mercado español. No obstante, es de reconocer que las ofertas públicas de contratación tuvieron su influencia para sobrepasar el billón de euros en capitalización, gracias a que las compañías e inversores lograron una madurez para aceptar las 10 ofertas de suscripción de nuevas acciones, como el caso del sector salud, inmobiliario, financiero, energías renovables, entre otros.

Sin embargo, para comprender de forma sencilla, es pertinente hacer un esbozo sobre el Ibex 35 con algunas definiciones aclaratorias, y así posteriormente comentar lo ocurrido en los años previos a la crisis 2008 dentro de la bolsa de Madrid. Los 35 valores cotizados en el Ibex están conectados a través del Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) de modo que éste sistema mantiene en conexión a las bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia. Es por esta razón que las ofertas de nuevas acciones son de influencia para el otorgamiento de rentabilidad que demuestra el Ibex, al ser un indicador integrado.

El Ibex 35 desde sus inicios tuvo una asignación base de 3,000 puntos, a partir de 1989 se calcula bajo su cotización inicial, lo particular del Ibex 35 y a diferencia del Dow Jones, es que emplea la lógica de capitalización, es decir, que cada valor merece una ponderación proporcional a su capitalización; dicho de otra manera, todos los valores que mantengan mayor capitalización, se reflejarán en la ponderación del Ibex, de modo que habrá mayor ponderación para el índice y viceversa.

Sin embargo, esta lógica no interpreta la realidad de todos los valores, nada más es una forma representativa de cifras que pueden mantenerse positivas aun cuando los valores restantes indiquen resultados negativos. Como se muestra en la siguiente tabla, para el mes de octubre del 2007, la bolsa se cierra con cuatro valores influyentes en el índice por su mayor capitalización: Telefónica tuvo una ponderación de 19,64%; Santander 16,66%; BBVA 12,44% e Iberdrola 10,18%.

**Tabla 3: Valores ponderados en el Ibex 35 en base a su capitalización 2007**

Composición del IBEX 35 al cierre de la sesión del día: 15/10/2007				
Valor	No. Acciones	Cierre (Euros)	Capitalización %	Ponderación
Telefónica	4.773,496,485	21,51	102.677,909,302,35	<b>19,64</b>
Santander	6.254.296,579	13,93	87.122,351,345,47	<b>16,66</b>
BBVA	3.747,969,121	17,36	65.064,743,940,56	<b>12,44</b>
Iberdrola	4.993,742,040	10,66	53.233,290,146,40	<b>10,18</b>
Repsol YPF	1.220,863,463	25,57	31.217,478,748,91	5,97
Inditex	373,998,240	48,60	18.176,314,464,00	3,48
B. Popular	1.215,432,540	12,18	14.803,968,337,20	2,83
ACS Const.	352,873,134	38,67	13.645,604,091,78	2,61
Altadis	252,436,856	49,23	12.427,466,420,88	2,38
Abertis "A"	481,097,807	22,76	10.949,786,087,32	2,09
Acciona	50,840,000	208,10	10.579,804,000,00	2,02
Gas Natural	268,665,617	38,75	10.410,792,658,75	1,99
Unión Fenosa	243,743,461	42,55	10.371284.265,55	1,98
B. Sabadell	1.224,013,680	7,00	8.568,095,760,00	1,64
Gamesa	243,299,904	31,41	7.642,049,984,64	1,46
G. Ferrovial	112,211,794	60,95	6.839,308,844,30	1,31
Red Elec. Esp	135,270,000	40,04	5.416,210,800,00	1,04
Acerinox	259,500,000	20,13	5.223,735,000,00	1,00
FCC	78,340,490	58,60	4.590,752,714,00	0,88
Enagas	238,734,260	19,10	4.559,824,366,00	0,87
Bankinter	396,876,110	10,10	4.008,448,711,00	0,77
Bolsas y Mer	83,615,558	44,61	3.730,090,042,38	0,71
Cintra	309,403,160	11,23	3.474,597,486,80	0,66
Iberia	952,836,247	3,50	3.334,926,864,50	0,64
AG Barcelona	119,713,366	27,38	3.227,751,961,08	0,63
Indra "A"	164,132,539	19,52	3.203,867,161,28	0,61
Sacyr Valleh	113,854,485	27,40	3.119,612,889,00	0,60
Mapfre	910,129,665	3,26	2.967,022,707,90	0,57

Valor	No. Acciones	Cierre (Euros)	Capitalización %	Ponderación
Telecinco	147,985,114	18,10	2.678,530,563,40	0,51
Sogecable	82,546,082	26,84	2.215,536,840,88	0,42
Inm. Colonial	654,580,925	3,20	2.094,658,960,00	0,40
Banesto	138,866,020	13,60	1.888,577,872,00	0,36
NH Hoteles	118,376,366	15,19	1.798,136,999,54	0,34
Antena 3TV	126,667,680	12,46	1.578,279,292,80	0,30
	30.840,408,788			100,00

**Fuente:** Bolsa de Madrid, <http://www.bolsamadrid.es>

A manera de ejemplo, si Telefónica tuvo una ponderación mayor, respecto de las demás empresas, al igual que las otras tres ya citadas, significa que la variación del indicador no es equitativa, puesto que si alguno de los valores no influyentes tuviese un saldo en rojo, pues el Ibex continuaría con un saldo en verde por la ponderación de los sí influyentes.

Por eso en este caso, la especulación (a sabiendas que no es fácil de identificar) sí podría ser indagada a raíz de los más influyentes en el Ibex, y por ello se puede dar un seguimiento dentro de algunos parámetros que la teoría de la especulación señalan, o al menos puede dar pauta de cualquier movimiento inusual. La situación que plantea la teoría de las ondas de Elliott\* relativo al comportamiento técnico de las cotizaciones, revela que, en un gráfico técnico muy pocas veces se verán afectadas las ondas o las tendencias, a menos que intervenga la conducta humana. *Elliott creía que la teoría del mercado de valores era parte de una ley natural mucho más grande que gobierna todas las actividades del hombre. Dicha ley podría describirse así: las actividades del universo son repetitivas, aunque no idénticas en cada situación, sino con características particulares.*<sup>58</sup>

Retomando dicha teoría, los especuladores se sirven de los gráficos para interpretar en qué momento es oportuno manipular las ondas. *El gráfico que recoge el comportamiento del precio es la representación de la psicología de la masa que interviene en el mercado.*<sup>59</sup> Por eso, se propone a efectos del presente estudio, hacer una lectura interpretativa del fenómeno de la especulación a través del gráfico con fecha 2007 sobre la evolución del Ibex 35 que se analizará a posteriori.

\* Ralph Nelson Elliott. Economista de Estados Unidos, (1871-1948).

<sup>58</sup> Desiderio Pablo. *Teoría de ondas de Elliott*. Investigación y desarrollo. Bolsa de Comercio de Rosario. Programa de formación 2002. p.3.

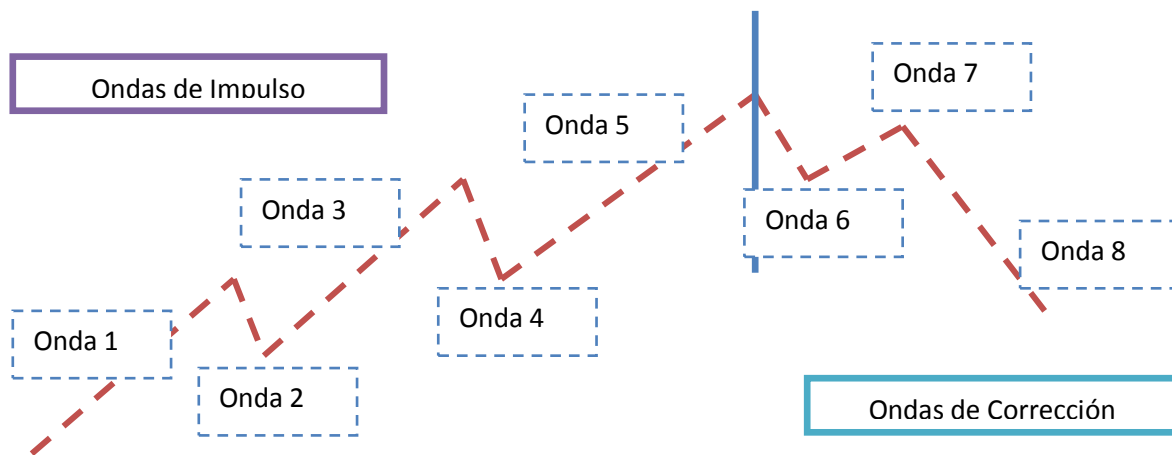
<sup>59</sup> Cava, José Luis. *El arte de especular: las pautas que mejor funcionan*. Autor- editor. Barcelona, 2006. p.8. En: <http://www.invertired.com/especular.pdf>

No obstante, es necesario retomar los principios generales respecto a las ondas de Elliott; existe diversidad de interpretaciones sobre las mismas, en función de sus tendencias, es de aclarar que el siguiente análisis se limitará a las llamadas ondas de impulso. Elliott, indicó que los ciclos en las variaciones del precio se mueven por 8 ondas a saber: en los mercados alcistas, son 5 ondas hacia arriba, y 3 ondas que corrigen en sentido inverso (figura 3), igual es para el caso en los mercados bajistas (5 ondas hacia abajo)

Las ondas se identifican como:

- a) Ondas 1, 3 y 5: son llamadas ondas de impulso, ya que se mueven en dirección de la tendencia principal
- b) Ondas 2 y 4: las denominadas ondas de retroceso, ya que “devuelven” parte del recorrido de las ondas 1 y 3.<sup>60</sup>

**Figura 3: Ciclo de un mercado alcista según la Teoría de Elliott**



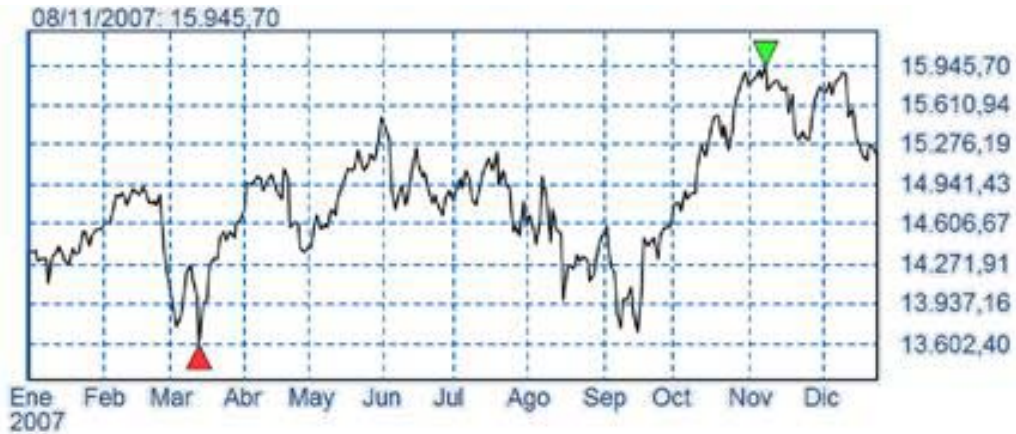
**Fuente:** Elaboración propia.

Con el breve conocimiento de las ondas de impulso y con el ya afirmado ejemplo de los valores más ponderados en el Ibex 35, es posible una interpretación novedosa. Si la teoría de los especuladores es útil en sus predicciones, y se supo que en 2007 el indicador español fue positivo por la mayor capitalización de los cuatros valores ya mencionados, entonces se puede inferir que para ese mismo año los especuladores observaron la tendencia apostándole a las pautas alcistas.

<sup>60</sup> Desiderio, Pablo. *Op.cit.* Pág. 4.

En el siguiente gráfico 2 se presenta la evolución obtenida por el Ibx 35, con datos oficiales, presenciado una postura positiva pese a las noticias de la crisis en Estados Unidos.

**Gráfico 2: Evolución Ibx 35**

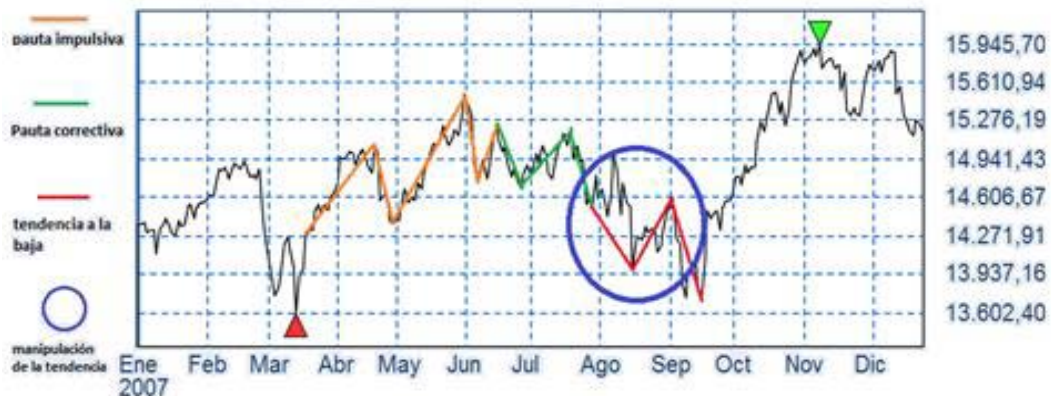


**Fuente:** Bolsa y Mercados Españoles (BME)

<http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/infmercado/2007/Infmercado.htm>

El gráfico plasma la evolución al alza que mantuvo el Ibx durante el año 2007, pese a los periodos bajos, como el de marzo y septiembre, el alza se manifestó al cierre del día 08 de noviembre con un puntaje de 15.94,70. (El puntaje está señalado en la parte derecha del gráfico) Toda esta actividad del gráfico, no representa mayor respaldo que indique el resultado fuese producto de especulación. Sin embargo, a raíz del tema en estudio, la lectura de la actividad especulativa que se le da es la siguiente:

**Gráfico 3: Modelo de especulación en el Ibx 35**



**Fuente:** Interpretación propia

Inicio de tendencia normal de una onda al alza impulsiva (pauta impulsiva), luego ondas correctivas (pauta correctiva); en principio, el inicio de la onda después de la correctiva marcaría una nueva tendencia al alza, pero, se refleja que no es así porque se rompe una de las reglas generales de Elliott, que establece que el último pico de la pauta alcista será sobrepasado.

Entonces, los seguidores de estos ciclos apuntaron a que iniciaría una tendencia a la baja, en donde la señal era vender; sin embargo si se observa en el gráfico 3, la caída se ubica en los meses en que se propagaba una crisis estadounidense, por lo tanto es lógico el comportamiento, pero lo que no parece lógico es que la tendencia bajista no es una verdadera tendencia (por no cumplir con las 5 ondas), sino más bien, fue producto de una especulación más profunda y estratégicamente diseñada (manipulación de la tendencia).

Como en tiempos bajos la señal de venta se hace esperar, las grandes empresas destacadas en la bolsa de valores, no siguieron esa conducta, antes bien se valieron de la incertidumbre para vender pocas acciones y mantener el resto a pesar de los precios bajos, ya que según los informes de Bolsas y Mercado Español, en el 2007 las corporaciones ayudaron a consolidar al mercado de acciones por la ampliación de capital, recaudando *59.155 millones de euros*.<sup>61</sup>

Por tanto, con el deseo de colocar dichas acciones manipularon la tendencia, y los demás seguidores del sistema supusieron que como las grandes empresas introducían nuevas acciones los precios tenderían al alza y se inició la señal de compra, haciendo que la capitalización subiera y por ende el Ibex 35 rompiera récords de 15.945,70 puntos.\*

---

<sup>61</sup> Bolsas y Mercados Españoles. *Informe del mercado del 2007*. En: <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/infmercado/2007/infmercado.htm>

\* Vale aclarar que las ondas son seguidas por los especialistas en los mercados durante sesiones diarias, así que la interpretación anual de la especulación se reserva al análisis propio, pero de validez por replicar a escala lo posiblemente ocurrido para el año 2007.



### 1.3.3 Caso Bolsa de Frankfurt, Alemania

Previo a la crisis de las hipotecas subprime, la Bolsa de Valores de Alemania se había mantenido a un ritmo corto pero constante en crecimiento, no es sino hasta el 2007, específicamente en la segunda mitad del mismo, cuando la crisis se hace sentir dentro de esta bolsa. Hay muchos factores, que determinan el comportamiento de la Bolsa de Valores Alemanas que son importantes recalcar, para tener certeza y conocimiento del mismo. En primer lugar, es importante conocer acerca del DAX (Deutscher Aktienindex), el índice bursátil más representativo de Alemania y uno de los más fuertes a nivel europeo.

Este índice bursátil agrupa a las 30 empresas más poderosas, reconocidas internacionalmente. Empezó a operar en 1987 y su punto de partida se sitúa en los 1000 puntos.

Para analizar el comportamiento de la bolsa alemana previo a la crisis financiera mundial, es necesario ilustrar gráficamente la evolución de la misma.

**Gráfico 4: Bolsa de Valores Alemana**



**Fuente:** [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)

En el gráfico anterior se presenta el comportamiento de la bolsa de valores de Alemania para los años de 2001 a 2009, aclarando que la calificación en esta bolsa empieza a partir de los 1000 puntos. Una explicación más detallada se ofrece a continuación. Entre los años 2001 y 2007, se instalan mecanismos variados, con el fin de atenuar el problema de

una posible recesión. Una de las medidas tomadas es la creación de IPO (Information Product Division), que pertenece a la Deutsch Börse, mediante este mecanismo, se comparte y vende información acerca de cada una de las empresas participante en el índice bursátil.\*

Para el primer semestre del año 2002, se prevé un buen funcionamiento de la bolsa, dentro del contexto internacional, efectivamente, la bolsa se mantiene y su menor pico es de 2267 puntos, lo que representa el 44%, sin embargo bolsas como la NYSE, registran una baja de al menos 57%, por lo que el comportamiento es favorable, a pesar de la convulsiones externas<sup>62</sup>. Sin embargo, para el segundo semestre de ese mismo año, la realidad se vuelve cambiante, en tanto que los inversionistas empiezan a estar inseguros del crecimiento financiero alemán, en la medida que la intervención militar estadounidense en el medio oriente, hace tambalear a las petroleras, y por tanto, se registra una caída considerable. Dentro del DAX, las *bluechips*<sup>ß</sup> alemanas, perdieron un 44 por ciento de su valor, provocando una alta volatilidad y bajas valoraciones. Al mismo tiempo, las nuevas emisiones de acciones alemanas cayeron a su nivel más bajo nivel desde 1990. Los inversores privados demostraron su incertidumbre ante la futura evolución del mercado casi cesando el comercio por completo.

En 2003 el DAX empieza su funcionamiento muy por debajo de años anteriores, pero en el segundo cuarto del año se registra una tendencia contraria, se generan los primeros signos de crecimiento, junto con una mejora general en cuanto al sentimiento en contra de la guerra en Irak, dio pie a una recuperación apreciable del DAX. Esta tendencia a la alza se mantiene en lo restante del año. En junio de ese mismo año, se cierra el índice Smax de empresas de pequeña capitalización, este índice fue creado para aglutinar a aquellas empresas de tecnología y estaba compuesta por 50 de ellas.

Sin embargo, para el año 2002 empezaron a estallar escándalos dentro del índice, sobre venta de información privilegiada, mediante la cual la venta de acciones de algunas compañías como AG ComROAD, una empresa telemática que desde 1998 había cometido fraude en el 95% de transacciones en la bolsa de valores, obtenía ganancias

---

\* Por su complejidad, no se estudiara a fondo cada uno de los mecanismos implementados

<sup>62</sup> Deutsche Börse Group, Annual Report 2006. En: <http://deutsche-boerse.com> Consultado 15 junio de 2012

<sup>ß</sup> Se denomina de esta manera a las empresas bien establecidas, con ingresos estables, con alto nivel de liquidez. La frase fue acuñada por Oliver Gingold del Dow Jones y se cree que se utilizó por primera vez entre 1923 y 1924

exorbitantes. Con el consecuente cierre del Smax, se vuelven necesarios ciertos ajustes dentro de la estructura de la bolsa alemana, es entonces cuando se crean índices como el MDAX y el SDAX; el primero para empresas Premium, y que presenten informes cada trimestre y el segundo aglutina a las empresas que se encuentran en la segunda mitad del DAX, es decir aquellas que son fuertes pero con menos capitalización.<sup>63</sup>

Durante el año 2004 la bolsa alemana tuvo una tendencia constante pero no abrupta al alza, la reestructuración de la bolsa y las negociaciones para poder trabajar en conjunto con el Euronext, animaban la dinámica de la bolsa que poco a poco fue mostrando signos de recuperación. Lo mismo ocurre durante el año 2005, con la diferencia que, dado el contexto internacional (Guerra en Irak, explosión de la burbuja de las puntocom, entre otros.), las ganancias que la bolsa alemana presenta, la lleva a posicionarse, nuevamente como la más influyente de Europa. Las blue chips del DAX mantienen su crecimiento constante.

Para el año 2006, además del crecimiento para la bolsa, se presentan nuevos mecanismos para la venta de información para los usuarios de la bolsa, este segmento de información se encuentra administrado por la Deutsche Börse que, debido a la venta de la información, genera un 8% de sus ganancias.<sup>64</sup>

En el 2007 se produce aparentemente un alza en la capitalización de la bolsa alemana, sin embargo, se producen ciertos sucesos que pueden tomarse como atisbos especulativos. Un ejemplo de ello es el correo electrónico que disparó la compra de cierta compañía en bolsa. Mediante un correo electrónico no deseado (spam) mediante el cual se invitaba a comprar acciones de esta empresa en la bolsa de valores. La compañía no se responsabilizó de la acción, sin embargo, se vio beneficiada de la misma, pues sus acciones, subieron su venta.<sup>65</sup>

---

<sup>63</sup> Francfort, Agencias. *La Bolsa alemana cerrará el mercado tecnológico en 2003*. Cinco Días, 2002 [http://www.cincodias.com/articulo/mercados/bolsa-alemana-cerrara-mercado-tecnologico-2003/20020927cdscdimer\\_8/](http://www.cincodias.com/articulo/mercados/bolsa-alemana-cerrara-mercado-tecnologico-2003/20020927cdscdimer_8/) Consultada el 22 de julio de 2012

<sup>64</sup> Deutsche Börse Group, Annual Report 2006. En: <http://deutsche-boerse.com> (Consultada: 18 de julio de 2012)

<sup>65</sup> S/N. *Spam masivo dispara compra de valores en la bolsa alemana*. Noticiasdot, junio 2007 <http://www.noticiasdot.com/wp2/2007/06/21/spam-masivo-dispara-compra-de-valores-en-la-bolsa-alemana/> , (Consultado el 20 de julio de 2012)

Esto se produce pese al control que se había establecido con la especialización de la información y la transparencia de la misma. Durante el primer trimestre de 2007, los mercados parecían ir bien, dentro del contexto financiero internacional, sin embargo, la segunda mitad del año dejó estancado la bolsa de valores bajo el peso de la crisis de las subprimes, se afectó el crecimiento estructural, con una volatilidad sobre todo en las transacciones con alto volumen, más que en otros años.<sup>66</sup>

A partir del año 2008, se presencia una brusca caída en todas las bolsas, sin ser la excepción la de Alemania, esto, llevará por consiguiente a una recesión, que según el gráfico analizado, ocurre en un par de meses.

### **1.3.4 Caso Bolsa de El Salvador**

Para el caso de El Salvador, el fenómeno de la especulación no opera de la misma forma que en el resto de las bolsas del mundo. A pesar que la Bolsa de Valores salvadoreña sí maneja un índice como es el Índice Bursátil de El Salvador (IBES) no es este representativo de la economía salvadoreña.

El Salvador cuenta con una bolsa de valores inerte y sin dinamismo, por lo que no hay forma de que se den momentos propicios de especulación o se pretendan ataques especulativos a la misma.

La bolsa salvadoreña es básicamente una bolsa de reportos y la compra y venta de los valores cotizados en la misma no están al alcance del público sino que regresan a los mismos acreedores. Para mayor comprensión se sugiere ver Anexo 1, sobre el funcionamiento de la Bolsa de Valores de El Salvador.

---

<sup>66</sup> Deutsche Börse Group. *Annual Report 2007*. En: <http://deutsche-boerse.com> (Consultada:18 de julio de 2012)

## 1.4 El fenómeno de la especulación financiera desde la Teoría de la Interdependencia

La especulación financiera, vista a partir de la teoría de la interdependencia, es un fenómeno característico del actual sistema de Bolsas de Valores más representativas, como las de Estados Unidos, España y Alemania, no así de la Bolsa de Valores de El Salvador, puesto que, su forma de operar no es la misma.

La teoría señala, la diversidad de actores no estatales; dentro de la actividad especulativa, la existencia de actores es indispensable, y no sólo de actores económicos, sino de agentes financieros, que hacen posible la influencia del mercado nacional en otros mercados internacionales, sólo por el simple hecho de que el comportamiento se genera a raíz de la actividad entre las cotizaciones, sean de títulos, de acciones, o Eurobonos, entre otros valores.

El comportamiento de la especulación, parte precisamente del interés particular de los involucrados, por ejemplo, cuando la fluctuación de un día de labores en bolsa parece normal, es porque en esa normalidad también está en juego una actividad especulativa imaginaria, que no necesariamente debe estar a la luz de los demás involucrados; esto es así, por la necesidad complementaria de los jugadores, es decir, de los que invierten con la finalidad de ahorrar y los que especulan con la finalidad de modificar el mercado en beneficio de sus ganancias.

La relación complementaria ya mencionada, se entiende por el concepto de la Interdependencia, que en palabras de Robert O. Keohane y Joseph Nye en su definición más simple, *significa dependencia mutua, hay un coste en el hecho de actuar en otro país. Interdependencia en la política mundial se refiere a situaciones caracterizadas por efectos recíprocos entre los países o entre actores de diferentes países.*<sup>67</sup>

Permitiendo afirmar a la vez que la interdependencia financiera está ligada al proceso de globalización existente, sin necesidad de relaciones estatales.

---

<sup>67</sup> Nye, Joseph; Robert Keohane. Power and Interdependence: World Politics in Transition. Little, Brown and Company (1989). pp. 12-15.

Atendiendo a todo el desarrollo capitular, al abordaje del fenómeno de la especulación por cada país y a la relación con el marco teórico correspondiente, se puede inducir que, frente al enunciado propuesto, el análisis de la investigación logró su objetivo, porque los hallazgos permitieron al lector conocer sobre las distintas causas y efectos que implica el fenómeno de la especulación financiera en las bolsas de valores estudiadas, gracias al estudio de casos de los indicadores más representativos.

Además, conociendo así el panorama del fenómeno de la especulación, y a la euforia como uno de los elementos propicios para que se propague dicho fenómeno, es importante aclarar en términos generales que entre la especulación y la euforia no existe una relación estricta de causa y efecto, porque en algunas circunstancias y cuando convenga, el especulador se valdrá del contexto más oportuno de la euforia para acrecentar sus ganancias, a la vez que el momento eufórico puede ser producto de una especulación previamente desarrollada.

Por tanto, cualquier momento es vital en la actividad especulativa. La especulación es el instrumento más valioso para los estrategas y sus decisiones influyen en la psicología de las masas, al ser considerado como un arte, es destacable asumir que los riesgos que se presentan son tomados por los especuladores, pero a su vez, acrecientan el deseo de manipular el mercado. Es válido aceptar que el funcionamiento de las bolsas de valores lo constituyen agentes fuertes legitimando una ley artificial como es la especulación en una ley natural que viene a ser el comportamiento cíclico del sistema.

Es por ello que, partiendo de una descripción vista de manera global, la influencia ejercida por las grandes corporaciones partícipes de las bolsas de valores de los diferentes países, hacen que los comportamientos correspondan al contexto de los ciclos económicos en que se vive.

El caso de Estados Unidos a través de la bolsa de Nueva York, mostró un despunte financiero hasta el 2007 gracias a la burbuja especulativa engendrada por los conglomerados financieros pero que posteriormente es la principal causa de su desplome. Alemania es quizá la bolsa menos golpeada de la UE, sin embargo reporta serias pérdidas en relación a años previos.

España para el año previo a la crisis 2008 sustentaba alzas gracias a la especulación manipulada pese a las condiciones desfavorables en Estados Unidos.

El Salvador aun cuando su representatividad no se vislumbra en el sistema internacional, ni su bolsa es representativa en alguna forma, su bolsa debido a su atraso no reporta pérdidas respecto de algún fenómeno especulativo.

Finalmente, las causas de la especulación son variadas, lo importante es reconocer que en los años antes de la crisis, la causa de la especulación venía impulsada por un ferviente síntoma estructural: el ciclo alcista integrada por múltiples burbujas. En cuanto a los efectos de la especulación al ser influyentes en las variaciones de los precios de activos, el efecto repercutió en la obtención de ganancias para muchos inversores no influyentes, las ganancias no se discuten más que por la moral y las pérdidas se comparten incluyendo a los Estados- nación. Para efectos de mayor comprensión sobre el fenómeno de la especulación financiera en las diferentes bolsas de valores, se sugiere consultar el Anexo 2, en donde se presenta una síntesis del capítulo.

## CAPITULO II

### Conglomerados Financieros y Calificadoras de Riesgo

Con el precedente del capítulo I, se pudo observar que la especulación financiera está ligada al comportamiento de intereses; la siguiente temática a presentar, explora y describe el papel que los conglomerados financieros desempeñaron antes, durante y después de la crisis 2008. El enunciado al que se pretende dar respuesta es el siguiente:

¿Cuál ha sido el rol de las Calificadoras de Riesgo en el mercado bursátil de las Bolsas de Valores de Nueva York (Estados Unidos de América), Madrid (España) Frankfurt (Alemania) y El Salvador antes, durante y posterior a la crisis del 2008?

Con el objetivo de descubrir cuál ha sido el rol de las Agencias Calificadoras de Riesgo en el mercado bursátil de las Bolsas de Valores de Nueva York, Madrid, Frankfurt y El Salvador; el capítulo hace una descripción de los sucesos ocurridos a partir del mercado de derivados, cuya relación se intensificó en el sector de créditos hipotecarios.

Cabe destacar, que el sistema financiero a través de los años de desregulación existentes, permitió la confianza a los mecanismos de inversión y ahorro llevados a cabo por los conglomerados financieros y demás agentes. La confianza a partir de la crisis, queda a debate y a polémicas, por tal razón, este capítulo permite la emisión de juicios de valor para quien desee analizar el rol de actores y agentes influyentes en el sistema de la especulación.

Este desarrollo capitular comprende cuatro numerales básicos: en donde se atiende el origen de los conglomerados financieros y las agencias calificadoras de riesgos; así mismo, se vincula el sistema de ponderación de las calificadoras de riesgo, puesto que, permitirá comprender de mejor manera las implicaciones del rol que los conglomerados y calificadoras tuvieron a lo largo de la crisis. Finalmente, se exponen estudios de casos de las calificadoras de riesgo posterior a lo ocurrido en 2008, relacionado a los valores cotizados de acciones inmobiliarias.



## **2.1 Origen de los Conglomerados Financieros y Calificadoras de Riesgo**

### **2.1.1 Conglomerados Financieros**

Los conglomerados financieros serán entendidos como tal, en la medida en que el ambiente sea propicio para su creación, es decir, para que existan conglomerados financieros es necesaria la aceptación o recibimiento en varios espacios, el cultural, el jurídico, entre otros. De existir algún tipo de regulación para el asocio de actividades financieras y comerciales, el conglomerado perdería su sentido. Un ejemplo de lo que ocurre con los ambientes ideales para el surgimiento de los conglomerados es lo que sucedió en Estados Unidos, cuando se genera una fusión de actividades comerciales con actividades financieras.

Por lo tanto, se entiende a un conglomerado financiero como aquella agrupación de empresas que se compone de una institución financiera junto con una institución bancaria y otras empresas de diferentes sectores (aseguradoras de pensiones, empresas médicas, entre otros.) La idea de los conglomerados financieros, se gesta como una forma de maximizar los beneficios a los que asociados, puedan recibir.

Sin embargo, al ser compuestos por empresas que no se encuentran reguladas bajo la misma institución, se vuelve más complicado desenredar la telaraña del conglomerado, pues sólo se logra estudiar una parte del mismo. Se supervisa individualmente cada actividad, la actividad en bancos, la actividad de seguros y los reguladores de valores.

Otra de las características de los conglomerados financieros se encuentra en su ubicación física. Generalmente, la jurisdicción de un Conglomerado Financiero se sitúa en varios puntos geográficos, en diferentes países, sobre todo en aquellos en los que la actividad a la que se dedican no se encuentra regulada por el Estado.

Los conglomerados financieros se generan en la medida en la que los ambientes jurídicos se van adaptando a los mismos. Así, por ejemplo, en Estados Unidos, a partir de la década de 1980, la desregulación en compañías de ahorro y préstamos es permitida, lo que da el aval para que las mismas hicieran inversiones riesgosas con los depósitos que

poseían. Esta desregulación trajo a finales de la misma década el quiebre de muchas compañías.

Pese a la experiencia antes vivida, para fines de los años 90 el sector financiero se consolidó en varias firmas enormes, tan grandes, que su quiebra podía amenazar al sistema. El ejemplo más representativo fue el nacimiento de uno de los conglomerados financieros más grandes a nivel mundial, Citigroup, que surge de la compra que Citicorp realiza de la compañía aseguradora Travelers Group.

La fusión pasó por alto una de las leyes, hasta ese momento vigente, la Ley Glass-Steagall y la Ley Holding Bank, que fueron producto de la Depresión de los años 30 y que impedía que los bancos con depósitos participaran en actividades de bancos de inversión<sup>68</sup>. En su lugar, el Presidente Clinton firma el 15 de noviembre de 1999 la Ley Gramm-Leach-Bliley que no contempla grandes cambios en las prácticas que las firmas financieras, es más bien, una ley de fusión.

Adentrándose en la historia de esta fusión, es importante resaltar a cada uno de los actores. Así, Citicorp era una empresa que se componía de una gama de bancos, mientras que Travelers Group agrupaba a una diversa variedad de empresas entre las que se incluían un banco de inversión, seguros de vida, seguros inmobiliarios, créditos de consumo. Los mayores subsidiarios de Travelers incluían la casa corredora Salomon Smith Barney, Servicios Financieros Primerica, Travelers Property Casualty Corp y Commercial Credit entre otras.

A inicios de la década de los 90 Primerica compra a los seguros Travelers y nace Travelers Group.<sup>69</sup> La operación de fusión se valoró en US\$ 80,000 millones y se convirtieron en líderes de las empresas de servicios financieros globales. Sin embargo, esta fusión no se intercambió dinero, sino que se intercambiaron acciones *por cada 2,5 acciones de Travelers, el Citi aportó una acción. Por lo tanto se trató de una fusión de pares, en la que cada compañía será dueña del 50% de la nueva empresa.*<sup>70</sup> Una fusión

---

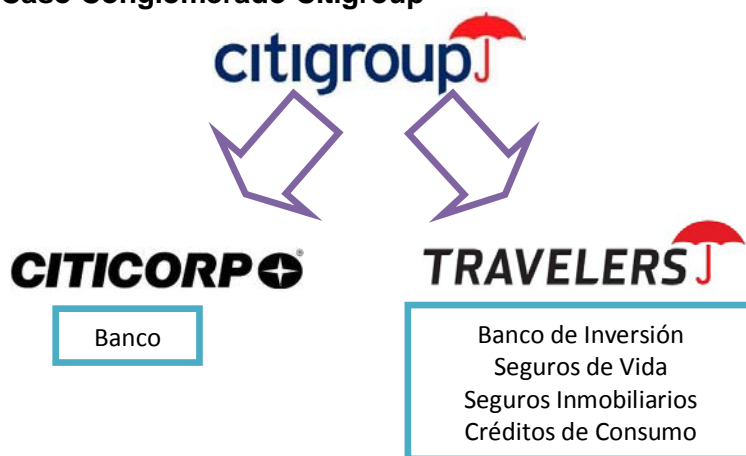
<sup>68</sup> Ferguson Charles. Documental: *Inside Job*. Sony Pictures Classics. Estados Unidos. 2010. Duración 105 min.

<sup>69</sup> Tristan, Sergio et al, *Citigroup*. Otoño 2002. En: <http://www.mcafee.cc/Classes/BEM106/Papers/UTexas/351/Citigroup.pdf>, (Consultada: 03 agosto 2012)

<sup>70</sup> Clarín, *Citicorp y Travelers forman el banco más grande del mundo*. 07 de abril de 1994. <http://edant.clarin.com/diario/1998/04/07/o-02601d.htm> (Consultada: 08 de agosto de 2012)

tan grande como esa, con compañías de gigantesco tamaño puede llegar a generar números verdes dentro de las bolsas de valores, así, *con el anuncio de la fusión, las acciones de Citicorp subieron el 26% en la Bolsa de Nueva York, en tanto que las de Travelers ganaron el 17%. Semejantes aumentos hicieron que Wall Street alcanzara en su índice Dow Jones un récord sin precedentes: subió 0,5% y superó por primera vez los 9.000 puntos.*<sup>71</sup> Y también tiene repercusiones políticas y jurídicas como se demuestra con la adecuación a la legislación sobre la materia. A continuación se presenta el esquema 1, que explica de forma sintetizada la conformación del conglomerado Citigroup.

### Esquema 1: Caso Conglomerado Citigroup



**Fuente:** *Elaboración propia*

Otros actores sumamente implicados en el mundo financiero, que generan grandes influencias son las Calificadoras de Riesgo.

### 2.1.2 Calificadoras de Riesgo

*Las calificadoras de riesgo son agencias independientes que se encargan de evaluar tanto los aspectos cuantitativos (como los estados financieros y sus proyecciones), como cualitativos (estrategias, administración, etc.) de los emisores, con el objetivo de opinar sobre la capacidad que tiene el Emisor de cumplir con sus obligaciones financieras, es decir su capacidad cumplir con el pago de sus deudas, tanto con el capital como los intereses. Como producto de la evaluación que realizan las calificadoras de riesgo se*

<sup>71</sup> *Ibíd.*

*Publica un Informe de Calificación de Riesgo, en el que se detalla el análisis realizado del riesgo crediticio del Emisor, que luego se resume en el Rating.*<sup>72</sup>

La historia de las Calificadoras de Riesgo, -se estudiarán las 3 calificadoras más importantes Estándar & Poor's, Moody's y Fitch,- no dista de los dos siglos, por lo que el esfuerzo está orientado en ilustrar la historia de cada una de las calificadoras, destacando similitudes y diferencias.

En cuanto a la Calificadora Moody's, basándose en su evaluación de las necesidades del mercado, publica el Manual Moody de Valores Industriales y otros en 1900, que es el mismo año de fundación de la compañía. Este manual contiene información y estadísticas acerca de las acciones y bonos de instituciones financieras, agencias de gobierno, manufactura, minería, servicios públicos y empresas de alimentos.

A dos meses de salir publicado el manual se había agotado, para el año 1903 el manual era conocido a lo largo y ancho de la nación Norteamericana. Tras una caída en la bolsa en 1907, la empresa se ve obligada a vender la publicación del manual, pero dos años más tarde, en 1909, regresa al mercado con una nueva idea: ya no se limitaría a la información sobre la propiedad, la capitalización y la gestión de las empresas, ahora, ofrecería a sus inversores un análisis sobre la seguridad en los valores.

Empezaría por publicar un libro en el que se analizara los ferrocarriles y sus valores en circulación, además de llegar a conclusiones acerca de la calidad de inversión que los mismos representaban. Estas conclusiones se expresaban utilizando letras de calificación que ya antes se habían adoptado por las empresas de informes de crédito desde finales de 1800, Moody había entrado en el negocio de analizar las acciones y los bonos de los ferrocarriles de Estados Unidos, y con este esfuerzo, se convirtió en el primer mercado de valores de renta pública.

La nueva publicación, un análisis sobre las inversiones ferroviarias, fue bien recibida por los inversores. Para 1913 su base de empresas analizadas se había ampliado, para ese momento ya se había convertido en un factor importante para el mercado de bonos.

---

<sup>72</sup>Bolsa de Valores de El Salvador, *Las Calificadoras de Riesgo*. En: [https://www.bves.com.sv/faq\\_details.php?id=181](https://www.bves.com.sv/faq_details.php?id=181) (Consultada: 01 de agosto de 2012)

El año siguiente, amplió la cobertura de calificación para los bonos emitidos por ciudades y municipios de Estados Unidos. Para 1924, las calificaciones cubrían casi un 100% del mercado de bonos del país. Durante la depresión de la década de 1930 Moody's siguió emitiendo sus publicaciones, a pesar que las tasas de bonos se dispararon. Para 1970 Moody's tenía presencia también dentro de los depósitos bancarios y en esta misma década se empieza a cobrar a los emisores e inversores por los servicios de calificación<sup>73</sup>.

La Agencia Calificadora de Riesgo Fitch fue fundada a partir de la Fitch Publishing Company el 24 de diciembre de 1913, esta comenzó como editora de estadísticas financieras, en 1924 introdujo las calificaciones que van desde "D" a las "AAA" para satisfacer la creciente demanda de análisis de los valores financieros de forma independiente. La escala de calificación fue rápidamente reconocida *como la medida sobre la cual la comunidad financiera basaba sus decisiones de inversión de renta fija*.

Para el año 1997, Fitch se fusiona con IBCA Limited, para incrementar su presencia a nivel mundial, entonces *Fitch queda bajo la propiedad de Fimalac S.A., una compañía holding que había adquirido IBCA en 1992. El próximo paso en la consolidación de Fitch como un competidor global fue la adquisición de Duff & Phelps Credit Rating Co., en abril de 2000, con sede en Chicago, seguida por la incorporación, ese mismo año, del negocio de calificaciones de Thomson BankWatch. Estas adquisiciones fortalecieron la cobertura de Fitch en el área corporativa, de entidades financieras y finanzas estructuradas, y además agregó un número significativo de oficinas y afiliadas internacionales.*<sup>74</sup>

La última gran Calificadora de Riesgo a estudiar, Estándar & Poor's tiene sus inicios en 1860, cuando Henry Varnum Poor publicó por primera vez "Historia de Ferrocarriles y canales de Estados Unidos", éste, sería el precursor de otros análisis de valores e informes que se desarrollaron en los años posteriores. Por otro lado, la Standar Statistics Publishing, era una empresa que se encargaba de publicar el comportamiento de los bonos corporativos, deuda soberana y clasificaciones de bonos municipales. Estas dos empresas se fusionan en 1941 para formar Standar & Poor Corp. que fue adquirida por The McGraw-Hill Companies, Inc. En 1966. S&P se ha consolidado como una de las más fuertes calificadoras de riesgo a nivel mundial.

---

<sup>73</sup> Moody's, *About us*, En: [www.moody.com](http://www.moody.com) (Consultada: 10 de agosto, 2012)

<sup>74</sup> Fitch group. *Orígenes* En: [http://www.fitchratings.com.ar/sobre\\_fitch\\_presentaciones.php](http://www.fitchratings.com.ar/sobre_fitch_presentaciones.php) (Consultada 10 agosto de 2012)

Como se ha explicado, las Calificadoras de Riesgo en Estados Unidos nacen a partir de los años 1800, al principio como empresas que emitían información acerca de un punto específico, para luego ampliar sus funciones a valores comerciales y bonos municipales entre otros. Sin embargo, las calificaciones que son asignadas están enmarcadas dentro de las políticas o metodologías de cada una de las calificadoras por lo que en el siguiente apartado, se hará mención de los criterios que son tomados en cuenta a la hora de analizar una actividad, para entender cómo se pondera y proporcionar elementos de análisis para los posteriores apartados.

## **2.2 Sistema de Ponderación de las Calificadoras de Riesgo**

Luego de haber explicado qué son las Calificadoras de riesgo y cómo se crearon, se pretende explicar qué son las calificaciones de riesgo, quién las utiliza y cómo sirven en el mercado de capitales. *Una calificación de riesgo es una opinión acerca del riesgo y capacidad de pago que se le aprecia a una determinada emisión para hacer frente a los vencimientos de capital e intereses en los términos y plazos pactados.*<sup>75</sup> Estos créditos son emitidos por agencias calificadoras que se especializan en evaluar el riesgo crediticio. Por lo general, estas grandes agencias calificadoras, se encuentran presentes en todos los países, por tanto, los especialistas de la región tienen en cuenta las diversas realidades regionales dentro de sus calificaciones.

Estas calificaciones de riesgo son expresadas para cada emisión, es decir, si una empresa lleva a cabo más de una emisión, se calificará cada una de ellas. Es decir, *no necesariamente todas las emisiones de una misma empresa deben estar evaluadas con la misma calificación.*<sup>76</sup> Es importante destacar, que las tres agencias estudiadas hacen énfasis en que las calificaciones no son más que opiniones acerca de la dinámica del mercado.

Las calificaciones tal y como se conocen hoy en día, aquellas que van de la AAA, AA, A, BBB, BB, entre otros, son reguladas luego que en el año 1934 se creara la Comisión de Valores y Bolsa (SEC, por sus siglas en inglés), que requirió de las calificadoras el uso estandarizado de sus calificaciones. Sin embargo, debido a posibles problemas que

---

<sup>75</sup> Fitch Centroamérica, *Preguntas frecuentes* [http://www.fitchca.com/preguntas\\_frecuentes.php](http://www.fitchca.com/preguntas_frecuentes.php) (Consultada: 9 de agosto 2012)

<sup>76</sup> *Ibidem.*

podieran surgir, la SEC decide la creación de la NRSO “Nationally Recognized Statistical Rating Organization” que de inmediato se dedicó a apadrinar a las tres grandes calificadoras. La SEC comunicó, que solo los ratings que llegasen a la NRSO, sería válido para determinar la actuación de los corredores de bolsa. Al ser creadas estas dos instituciones, se daba por sentado que las agencias calificadoras de riesgo eran de una importancia alta en el mercado de bonos. Muchas empresas confiaban en estas calificaciones, hechas por estas tres agencias, en vez de profundizar en sus propias investigaciones.

No existe una metodología estable, mediante la cual, las agencias calificadoras asignen su valoración tanto a bonos soberanos como a bonos comerciales, más bien, integran muchas metodologías para lograr una calificación. Los criterios varían de acuerdo a la zona geográfica en la que se realiza la calificación y el tipo de bono el cual se está calificando, ya sea de largo o corto plazo.

Para fines demostrativos, se presenta a continuación, una tabla de calificación, específicamente, la que la compañía Fitch Inv., utiliza en Centroamérica. Puntualmente, se presenta el significado de calificaciones, para emisiones de deuda de mediano y largo plazo.

**Tabla 4: Calificaciones para emisiones de deuda de mediano y largo plazo**

Calificación	Explicación de la Calificación
AAA	La más alta calidad crediticia. Representa la máxima calificación asignada por Fitch Centroamérica en su escala de calificaciones domésticas. Esta calificación se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país y normalmente corresponde a las obligaciones financieras emitidas o garantizadas por el gobierno.
AA	Muy alta calidad crediticia. Implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones domésticas mejor calificadas.
A	Alta calidad crediticia. Corresponde a una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pudieran afectar la capacidad de pago oportuno de sus compromisos financieros, en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.
BBB	Adecuada calidad crediticia. Agrupa emisores o emisiones con una adecuada calidad crediticia respecto de otros del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago oportuno que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Calificación	Explicación de la Calificación
BB	Especulativa. Representa una calidad crediticia relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país. Dentro del contexto del país, el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago oportuno es más vulnerable a cambios económicos adversos.
B	Altamente especulativa. Implica una calidad crediticia significativamente más vulnerable respecto de otros emisores del país. Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo, pero existe un margen limitado de seguridad y la capacidad de continuar con el pago oportuno depende del desarrollo favorable y sostenido del entorno económico y de negocios.
CCC, CC, C	Alto riesgo de incumplimiento. Estas categorías agrupan riesgos crediticios muy vulnerables respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. Su capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible en el entorno económico y de negocios.
DDD, DD, D	Incumplimiento. Se asigna a emisores o emisiones que actualmente hayan incurrido en incumplimiento.
E	Calificación suspendida. Obligaciones que, ante reiterados pedidos de la calificadora, no presenten información adecuada

**Fuente:** *Elaboración propia con base a datos de [www.fitchca.com](http://www.fitchca.com)*

Como se puede observar, las calificaciones asignadas –en este caso, para emisiones de deuda- tienen explicaciones para los interesados en la compra de deuda, como también sirven de insumo para los acreedores de deuda. Como estos, son calificados también, el riesgo país, es decir, se muestra la calidad del Estado en inversión por medio de deuda, y se toman parámetros como el PIB, entre otros.

Una de las más grandes controversias a la hora de hablar de calificadoras de riesgo, surge en la crisis que tuvo lugar para 2008, cuando agencias calificadoras de riesgo, ponderaban a instituciones financieras como Lehman Brothers como de AAA, sólo unas semanas antes de declararse en quiebra. Con esto, el rescate del Estado, aumentaba significativamente. Para ejemplificar el papel que juegan tanto los conglomerados Financieros, como las Calificadoras de Riesgo, se dedicarán los siguientes apartados.

### **2.3 Rol de los Conglomerados Financieros y las Calificadoras de Riesgo durante la Crisis Financiera de 2008**

Uno de los temas muy influyentes para la precipitación de la crisis financiera, fue el rol desempeñado por los conglomerados financieros y las calificadoras de riesgo. Este declive del sistema tiene que ver también con el tema de la regulación puesto que la actividad de cada uno de los actores se interpreta a través de las reglas del juego, reglas que a su vez convienen únicamente a los agentes involucrados, cuyo mecanismo no es el



funcionamiento ideal para mantener la estabilidad económica, sino al contrario, es un mecanismo que permite el mantenimiento del status quo a los conglomerados financieros.

Tal es el caso de las agencias calificadoras de riesgo, que en lugar de disminuir los riesgos, provocaron su incremento y expandieron la incertidumbre que no acentúa nada bien a la estabilidad económica internacional. Por tanto, no se puede hablar de una regulación sino de la desregulación existente a nivel global.

A través de los años se ha venido otorgando una forma de respaldo al sector financiero, principalmente en Wall Street, por lo que a partir de la década de los 80's hubo una desregulación haciendo posible el vínculo entre las decisiones políticas con las acciones financieras, es decir, el ambiente de seguridad para la banca a partir de ese periodo estará marcado por posturas legales para los grandes bancos y corporaciones financieras, posturas que fueron posible gracias a los políticos en turno.<sup>77</sup>

Para el período en que George Bush asumió la presidencia de los Estados Unidos, el sector financiero se situaba en un escenario muy fuerte y poderoso, en el 2001, los bancos de inversiones más importantes fueron cinco: Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Bear Stearns; dos los conglomerados más poderosos: Citigroup y JP Morgan, tres empresas de seguros: American International Group (AIG), Municipal Bond Insurance Association (MBIA), American Municipal Bond Assurance Corporation (AMBAC), y tres agencias calificadoras de riesgo: Moody's, Standar & Poor's, y Fitch.

A partir de este sistema, las inversiones en hipotecas subprime fueron de mucho interés, puesto que el objetivo era perseguir inversiones que hicieran funcionar al nuevo orden dominante, ya que se había descubierto que apostarle al mercado de derivados era una actividad rentable, por ejemplo, apostarle a los créditos mejor conocidos como Credit Default Swap (CDS) les hacía una novedad financiera de alto nivel, puesto que, terceros asumen parte de los riesgos de las inversiones, haciendo posible jugar con mecanismos hipotecarios a través de los bancos que obtenían buenas calificaciones por parte de las agencias calificadoras de riesgo, por consiguiente, la subida de cotizaciones iba a estar

---

<sup>77</sup> Frenkel, Roberto. *Globalización y crisis financieras en América Latina*. Revista de la CEPAL 80. Agosto 2003.p.42. En: <http://www.eclac.cl/publicaciones/xml/2/15562/lcg2204e-Frenkel.pdf> (Consultada: 09 de agosto de 2012)

muy marcada en las acciones del sector inmobiliario y bancario de las grandes firmas en las bolsas de valores. No obstante, la situación se tornó diferente y los riesgos se tradujeron en quiebra para los mayores bancos de inversión y en grandes pérdidas para las aseguradoras.<sup>78</sup>

El papel desempeñado por los bancos de inversiones desde el otorgamiento de créditos en hipotecas, fue multiplicándose hasta el 2007, no importándoles la calidad de la hipoteca, sino más bien el beneficio que la misma produciría, entonces el rol de las agencias calificadoras de riesgo estuvo íntimamente ligado con los fines de aumentar los honorarios de la banca, las aseguradoras, y todos aquellos conglomerados inversionistas en acciones inmobiliarias, otorgándoles la calificación más alta AAA. Obviamente, todo el entramado de interesados, invertiría en acciones partiendo de la premisa que el valor de las casas nunca baja, obteniendo ganancias a futuro.

En cuanto a las aseguradoras, como AIG una de las más grandes a nivel mundial, su papel en este juego fue precisamente el vender las permutas de incumplimiento crediticias (CDS por sus siglas en inglés), que funcionan básicamente como una póliza de seguros, pero con la diferencia que los CDS pueden ser comprados por especuladores, estos a su vez, al asumir permutas de diferentes sectores provocan una inestabilidad, que puede darse incluso en la afectación de la deuda pública de los países; dando lugar a los efectos de la actividad especulativa.<sup>79</sup>

Precisamente esto fue lo que sucedió, en la prensa pública se escuchaban noticias como la quiebra de grandes bancos por hacer pasar las hipotecas subprime dentro de Obligaciones de Deuda Colateralizadas (CDO por sus siglas en inglés) muy bien calificadas; esto hacía pensar que las calificadoras desconocían realmente la situación y que otorgaban la calificación porque el banco tenía asegurada sus inversiones con otros inversionistas que corrían y aceptaban los riesgos. Cosa que fue totalmente diferente, los bancos sabían lo que estaban produciendo, y las calificadoras apoyaban sus decisiones para mantener la confianza y el prestigio de sus contratistas (los bancos quienes pagan por la calificación); por lo que, la astucia especuladora de los bancos fue más allá y se

---

<sup>78</sup> Ver: *Lehman Brothers desata el pánico financiero y cierra su filial española*. Empresa exterior. El periódico económico de negocio internacional. Año IV.Nº 133. 22 de septiembre de 2008. p 20. <http://www.empresaexterior.com/phocadownload/revista/emex/spain/emex-133.pdf>

<sup>79</sup> Ver: Ferguson, Charles. *Op. cit.*p.20.

adelantaron al eminente peligro que sabían iba a suceder, no solo vendían los CDO contaminados sino que intensificaron sus compras de permutas crediticias a la aseguradora, apostándole de esta forma al fracaso de los CDO.

Contextualizando, Goldman Sachs compró permutas (CDS) sobre CDO a la aseguradora AIG por *20,000 billones de dólares*,<sup>80</sup> como Goldman suponía el fracaso de esos CDO con los que no contaba en sus manos, cuando en efecto fracasaron, Goldman recibió de la AIG un pago por la apuesta realizada.

Así se van sucediendo más experiencias, entre las cuales se cuenta, Morgan Stanley quién también apostó por el fracaso de las hipotecas basura ganando por esta apuesta pese a que Morgan en su balance de ingresos representaba bajas. También, el famoso especulador John Paulson quien como parte de los fondos de cobertura, ganó para 2007 prediciendo la crisis hipotecaria 15.000 millones de dólares, reafirmando la premisa de que en las crisis tanto previa , durante, como a posterior, siempre existen figuras que se aprovechan de la situación. Siguiendo el caso mencionado, Paulson no solo obtuvo beneficios de las caídas de 2007-2008, sino que además en los últimos años ha reforzado su patrimonio con 5.000 millones de dólares en 2010, esta vez *por las apuestas que hizo con el oro, aprovechando la debilidad a largo plazo del dólar. También obtuvo importantes retornos gracias a los mercados emergentes y a su inversión en el gigante bancario Citigroup, que cerró 2010 con un beneficio neto de 10.600 millones, las primeras ganancias en tres años.*<sup>81</sup>

Del mismo modo El presidente de Countrywide, *Angelo Mozilo, ganó 470 millones de dólares entre 2003 y 2008. 140 millones de dólares los obtuvo de las ventas de sus acciones de Countrywide, 12 meses antes de que la compañía se hundiera.*<sup>82</sup>

Con todo lo anterior, es de reafirmar que, los planteamientos de pérdidas en los conglomerados financieros estaban predispuestos a la quiebra intencionalmente; no para que las instituciones como tal dejaran de existir, sino, porque los ejecutivos estrategas de las instituciones y a la vez generadores de especulación, lograran una salida en donde

---

<sup>80</sup> Cfr. NG Serena. Mollenkamp Carrick. *Goldman Fueled AIG Gambles*. Wall Street Journal. 12 de Diciembre, 2009.

<sup>81</sup> Pozzi, Sandro. *El especulador John Paulson ganó casi 3.700 millones en 2010*. Nueva York, Enero de 2011 En: [http://elpais.com/diario/2011/01/29/economia/1296255607\\_850215.html](http://elpais.com/diario/2011/01/29/economia/1296255607_850215.html) (Consultada: 09 de agosto 2012)

<sup>82</sup> Ferguson, Charles. *Op. Cit.*

su patrimonio personal no le fuese afectado por un mercado de derivados negativo que ellos mismos habían creado como parte de la innovación financiera.\*

Por tal razón, el apalancamiento junto a la especulación intencional tuvieron que mostrarse a la luz. Los conglomerados financieros como Citigroup, a partir del curso a la baja de 2007, reflejaron una minusvalía en su tercer trimestre de reporte de ganancias. Desde octubre del 2007 los periódicos New York Times y el inglés Financial Times, destacaron los balances de ese periodo.

*Citi reportó para este trimestre 5.9 mil millones de dólares (mdd) como minusvalías y además incrementó sus reservas en 2.24 mdd con el objetivo, se decía, de cubrir futuras pérdidas provocadas por la caída en los préstamos hipotecarios y al consumo, lo cual se vio reflejado en sus ingresos netos que se redujeron 60% respecto al mismo período del año anterior...De los 5.9 mdd que se reportaron como minusvalías, 3.55 mdd fueron a causa del deterioro del precio de algunos valores, de préstamos apalancados y por malas apuestas en la bolsa.<sup>83</sup>*

La lectura corresponde al balance de un comportamiento a la baja dentro del conglomerado, por lo que sus acciones en el mercado bajaron también de nivel. Al cierre del 2007 su valor se redujo en 53% de mayo a diciembre.<sup>84</sup> *El precio de las acciones de Citi alcanzó su nivel máximo el 30 de mayo de 2007 cuando cada acción llegó a costar 55.2 dólares, mientras que su nivel mínimo durante el año se presentó el 28 de diciembre de 2007 cuando el precio llegó a estar en 29.29 dólares por acción.<sup>85</sup>*

A su vez, el Banco Merrill Lynch en sus reportes de ganancias para el mismo trimestre indicado, reflejaba pérdidas hasta de 2.3 mil millones de dólares. Todas estas cuantiosas pérdidas tenían el denominador común: la actividad de los conglomerados estaba relacionada con los ya conocidos activos hipotecarios.

---

\* La innovación financiera para este caso, se refiere al mercado de derivados sobre créditos hipotecarios. Para más información, ver: Molina Díaz, Elda. *El mercado de derivados*. Centro de Investigaciones de Economía Internacional. En:

<http://www.uh.cu/centros/ciei/biblioteca/PDF%20Coyuntura/Molina%20D%C3%ADaz,%20Elda.%20El%20mercado%20de%20derivados.pdf>

<sup>83</sup> Correa, Eugenia; Duarte, César. *Óp. Cit.* p.12.

<sup>84</sup> *Ibidem.* p.13.

<sup>85</sup> *Ibidem.* p.14.

El principal vínculo de créditos hipotecarios de alto riesgo, no impactaron exclusivamente a los conglomerados que tenían sus mayores activos en tal sector, también impactaron en los bancos que no fueron partícipes directos, tales como, Morgan Stanley, Bank of America y JP Morgan, quienes por el funcionamiento del sistema interdependiente vieron afectadas sus entradas. Según el balance de los conglomerados financieros que destacó la revista Economía Informa (previamente citada), Bank of America, en sus ingresos reportaba para el tercer trimestre de 2007 una caída de 34% respecto al mismo período del año anterior.

Así la lista se puede ir extendiendo a lo largo de los años críticos, y se notará que el sistema financiero entró en una recesión. Pero sobre todo, es de tomar en cuenta el análisis expuesto con anterioridad en cuanto que, las crisis son aprovechadas a la vez por los ingenieros de la estructura, ellos ejecutivos de alto nivel en Wall Street. Inclusive la parte política se ve contaminada, las implicaciones financieras se convierten en implicaciones políticas debido al apoyo legal que se otorga en el respaldo de inversiones a los conglomerados.

A través del Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Henry Paulson, se suscitaron hechos muy controversiales en nombre del rescate a la crisis, no obstante, cabe añadir que este personaje político fungiendo como estrategia para salvaguardar los intereses de ciertos grupos, había declarado en su informe de 2007 que la economía del país era positiva.\*

El positivismo del secretario del tesoro, a medida que se analiza la situación, denota que las decisiones tomadas para el rescate de algunas instituciones, fueron promovidas y aceptadas por el mismo Paulson, siendo así una complicidad a favor de la quiebra de Lehman Brothers, las razones son muy particulares y a lo mejor no se conoce a ciencia cierta, pero la verdad de las cosas es que la quiebra de la firma Lehman Brothers benefició indirectamente a Goldman Sachs. Por supuesto, Goldman, fue uno de los mayores adquiridores de riesgo, apostándole a la quiebra de CDO que AIG aseguraba por cierta rentabilidad.<sup>86</sup>

---

\* En efecto, los índices bursátiles como se vio en el capítulo I, estaban con un estado al alza, pero, ya ha quedado claro que la crisis fue iniciándose en una manipulación del mercado de derivados y la especulación fue orientada hacia la quiebra solo hasta finales de 2007.

<sup>86</sup> Mandel, Michael. *German and French banks got \$36 billion from AIG Bailout*. Bloomberg Businessweek . Marzo 2009. <http://www.businessweek.com> (consultada: 1 de agosto de 2012)

A la quiebra de Lehman obviamente como uno de los bancos inmersos en créditos hipotecarios, tuvo que ser rescatada la aseguradora American International Group. La Reserva Federal otorgó a AIG préstamo por *85.000 millones de dólares*,<sup>87</sup> la decisión tuvo el apoyo del departamento del tesoro. Dicho movimiento serviría para solventar los compromisos que la aseguradora debía respaldar. En efecto, el compromiso que debía responder la AIG involucraba el respaldo a Goldman.

Es curioso que Henry Paulson en su labor de mando en el Departamento del Tesoro haya conducido un plan que beneficiara a su ex lugar de trabajo, dado que, Henry Paulson fue Presidente de Goldman en 2006, por consiguiente, sus vínculos honoríficos pudieron estar entrelazados con las decisiones políticas que a partir del segundo semestre del 2006 como funcionario público tuvo que dirigir.

En la tabla 5, se presenta una relación entre la cantidad de pagos realizados por AIG y la cantidad total otorgada por cada país; en la primer columna, se colocan los nombres de los bancos sujetos a pago; en la segunda columna, la cantidad representada en billones de dólares que recibieron dichos bancos; en la tercer columna se sitúa la cantidad de pago obtenido por cada país; y en la última columna, se ubica el país del banco representado por cada fila.

Al hacer un estudio comparado a partir de los datos de la tabla propuesta; se puede observar que, de los fondos públicos de AIG, Goldman recibió 12.9 billones de dólares, la mayor cantidad de todas las firmas; y no sólo eso, los fondos incluyeron un destino hacia el exterior de los Estados Unidos, de hecho los bancos ganadores fueron los franceses y alemanes.

Es decir, la Reserva Federal y el Departamento del Tesoro fungieron al rescate del conglomerado financiero mundial. Aún, cuando no aparece en la tabla 5, el precedente de intervención lo marcó Bear Stearns, su ayuda fue también gracias al respaldo del Departamento del Tesoro.<sup>88</sup> El apoyo dado por los fondos de la Reserva Federal, lejos de poner un ambiente de confianza, dejaron al descubierto las falencias de la supuesta fortaleza que tienen las instituciones que se encargan de finanzas internacionales.

---

<sup>87</sup> S/N. *La Reserva Federal estadounidense rescata a AIG de la crisis financiera*. Empresa exterior. *Op.cit.* p.21.

<sup>88</sup> Correa, Eugenia; Duarte, César. *Op.cit.* p.17.

A continuación se presenta la Tabla 5, en la que se presentan los pagos de la aseguradora AIG.

**Tabla 5: Pagos de American International Group (AIG), en billones de dólares**

Banco	Cantidad	Total	País
Bank of Montreal	1.1	1.1	Canadá
Danske	0.2	0.2	Dinamarca
Société Générale	11.9		Francia
BNP Paribas	4.9		Francia
Calyon	2.3		Francia
		19.1	Francia
Deutsche Bank	11.8		Alemania
Dresdner Kleinwort	2.2		Alemania
Deutsche Zentral-Gen	1		Alemania
DZ Bank	0.7		Alemania
KFW	0.5		Alemania
Dresdner Bank AG	0.4		Alemania
Landesbank Baden-	0.1		Alemania
		16.7	Alemania
ING	1.5		Holanda
Rabobank	0.8		Holanda
		2.3	Holanda
Banco Santander	0.3	0.3	España
UBS	5		Suiza
Credit Suisse	0.4		Suiza
		5.4	Suiza
Barclays	8.5		Reino Unido
HSBC Bank USA	3.5		Reino Unido
Royal Bank of Scotla	0.7		Reino Unido
		12.7	Reino Unido
Goldman Sachs	12.9		Estados Unidos
States and Cities	12		Estados Unidos
Merrill Lynch	6.8		Estados Unidos
Bank of America	5.2		Estados Unidos
Citigroup	2.3		Estados Unidos
Wachovia	1.5		Estados Unidos
Morgan Stanley	1.2		Estados Unidos
AIG International Inc.	0.6		Estados Unidos
JPMorgan	0.4		Estados Unidos
Citadel	0.2		Estados Unidos
Paloma Securities	0.2		Estados Unidos
Reconstruction Finan	0.2		Estados Unidos

**Fuente:** <http://www.businessweek.com>

La razón de decir que pese a las cuantiosas pérdidas se está marcando una estructura más fuerte, se ubica desde el punto de vista de los hechos acontecidos. Por ejemplo, JP Morgan, es todavía más grande que antes. JP Morgan adquirió en primer lugar a Bear Stearns y después a Wamu (Washington Mutual); Bank of America absorbió a Countrywide y a Merrill Lynch; Wells Fargo adquirió Wachovia.

De tal forma, los movimientos absorbentes por las adquisiciones bancarias, obligan a señalar que, se abre un espacio para gigantes controladores de todo un sistema nuevo procíclico, extendiendo sus intereses como tentáculos alrededor del mundo, en especial en aquellos países de Europa que a la fecha 2012 mantiene una crisis de deuda soberana.

El producto fue gracias a la doble moral que las agencias calificadoras de riesgo desempeñaron. Para citar algunos ejemplos, se presenta a continuación los hallazgos descritos en el documental Inside Job, revelados por su director Ferguson: *El 7 de septiembre de 2008, Paulson anunció la adquisición federal de Fannie Mae y Freddie Mac, los dos mayores prestamistas de Estados Unidos, que colapsaban. Días antes de la explosión, ambas instituciones fueron beneficiadas con el calificativo triple A (AAA). Lehman Brothers anunció unas históricas pérdidas de 3200 millones de dólares y sus acciones colapsaron. Días antes, fue beneficiada la institución con la calificación A2 y lo mismo sucedería con AIG días antes de quebrar.*<sup>89</sup>

La excelente gestión del dinero para los dirigentes de los conglomerados, es hacer que no exista una buena gestión. Por esta razón, la complejidad se torna vulnerable para quienes no pueden ser influyentes en las actividades de los conglomerados y sus cómplices, ya que, no es igual dirigir el sistema financiero que aceptar las directrices del mismo.

## **2.4 Estudio de Casos: Conglomerados Financieros y Calificadoras de Riesgo**

Para hacer un estudio acertado de los Conglomerados Financieros y las Calificadoras de Riesgo en los años previos a la crisis, durante y sobre todo después de la crisis, es necesario hacer una revisión de los acontecimientos previos hasta llegar a la Crisis Hipotecaria del 2007 en los Estados Unidos con los ya conocidos créditos subprime. Títulos que representaron la base de la crisis para los Conglomerados Financieros.

La característica fundamental de dichos créditos radica en que son considerados de alto riesgo como se ha mencionado anteriormente, ya que se sustentan en una técnica de préstamos que hace descansar la solvencia del prestatario en la rápida elevación del

---

<sup>89</sup> Ferguson Charles. *Op.cit.*



precio del inmueble. Esta técnica de préstamo incluye bajos pagos en los primeros años del préstamo y elevados pagos en los años posteriores con tasas ajustables.

*Ello no puede ser excesivo para prestatarios dispuestos a reestructurar sus préstamos antes de que llegue el periodo de elevados pagos, reestructuración viable cuando los precios de los inmuebles están creciendo año con año y las tasas de interés se mantienen bajas, de manera que el préstamo se reestructura y los pagos continúan bajos. Así, personas que no tienen necesariamente una baja capacidad de pago por bajos salarios, sino también debido a que tienen otros compromisos crediticios, pueden adquirir otro crédito, pues los pagos iniciales son bajos. Estos préstamos con garantía hipotecaria, son convertidos en títulos y vendidos a otros inversionistas del mundo financiero a partir de la calificación que alcanzan. Aunque la calificación no fuese muy favorable debido a las técnicas de préstamo empleadas, de todas maneras podrían obtener elevada calificación si procedían de emisores de títulos con buena calificación, o si estos títulos se acompañan de un seguro contra quiebra o morosidad. Así, los créditos subprime, no se refieren a la solvencia del prestatario sino a la técnica del préstamo.<sup>90</sup>*

Esto hace referencia a que los créditos subprime desde su génesis son títulos o valores tóxicos que pueden alcanzar altas calificaciones por parte de las calificadoras de riesgo, debido a que acarrear consigo un seguro, sin importar si quienes prestan son solventes, lo que le infiere a este tipo de títulos dentro de la bolsa un alto grado de riesgo, como se explica en el apartado 2.3.

Se estima que los créditos hipotecarios subprime alcanzaron los 600 mil millones de dólares en unos cuantos años, es decir 4.2% del crédito hipotecario total. La mayor parte de ellos concentrados en unos cuantos bancos y agencias hipotecarias originadoras de tales créditos.

Como se observa en la Tabla 6, se presenta la participación de los bancos y los conglomerados financieros en los créditos hipotecarios o subprime.

---

<sup>90</sup> Correa, Eugenia; Duarte, César. *Op. cit.* p.8.

**Tabla 6: Conglomerados e Instituciones originarias de Hipotecas en los Estados Unidos y su participación en el Crédito Hipotecario.**

Institución	Hipotecarios Sub-prime	Participación de Mercado (%)	Créditos Hipotecarios	Participación de Sub-prime (%)
HSBC	52,8	8.8	52.8	100.0
New Century	51,6	8.6	59.8	86.3
Countrywide	40,6	6.8	461.4	
Citimortgage	38	6.3	183.8	20.7
Fremont Invest & Loan	32,3	5.4	32.5	99.4
Ameriquest	29,5	4.9	29.5	100.0
Option 1	28,8	4.8	35	82.3
Wells Fargo	27,9	4.7	396.1	7.0
First Franklin	27,7	4.6	27.7	100.0
Washington Mutual	26,6	4.4	195.6	13.6
Residential Capital	21,2	3.5	94.6	22.4
Aegis Mortgage	17	2.8	17	100.0
Accredited Home Lenders	15,8	2.6	15.8	100.0
BNC Mortgage	13,7	2.3	13.7	100.0
Chase Home Finance	11,6	1.9	172.4	6.7
American General Finance	11,5	1.9	11.5	100.00
WMC Mortgage	11,3	1.9	33.2	34.0
Equifirst	10,8	1.8	10.8	100.0
Novastar Financial	10,2	1.7	11.2	91.1
Qwnit Mortgage Solutions	9,5	1.6	9.5	100.0
Mayores Originarios de Crédito Hipotecario	600	100.0	2980	20.1

**Fuente:** *Financial Markets Highlights Mayo 2007 en OECD, Financial Market Trends No.92, Vol. 2007, pág. 1.*

A través de lo observado en la tabla, puede determinarse que los grandes conglomerados financieros como el caso de Citimortgage que es parte de Citigroup, fueron los principales generadores de créditos hipotecarios subprime.

Está técnica de préstamo se desarrolló ampliamente en los últimos años en Estados Unidos, por ello se dice que esta crisis subprime encuentra su origen en los Estados Unidos y su sector inmobiliario. Sin embargo, los títulos que sobre dichas hipotecas se desarrollaron fueron adquiridos por todo tipo de inversionistas alrededor del mundo. Además, al ser distribuidos, mezclados y titulados con otros tipos de deudas, estos riesgos fueron re-empaquetados en otros instrumentos con mucho mayor grado de riesgo.

La mezcla en su momento permitió la dispersión del riesgo, la elevación de la calificación, la amplia circulación de estos instrumentos y su colocación como parte de carteras de bajo riesgo entre muchos inversionistas por todas partes del mundo. Esta mezcla en condiciones de suspensión de pagos y quiebra, acrecentó rápidamente la desconfianza y la pérdida de valor de muchos otros títulos.

Así, los prestamistas comenzaron a emitir títulos y bonos de deuda en el mercado de derivados,<sup>\*</sup> los cuales tenían como subyacente<sup>\*\*</sup> un paquete conformado por varios de estos créditos. Estos paquetes eran fraccionados por los intermediarios en el mercado de derivados de tal forma que por un lado se obtenían activos financieros de bajo riesgo con calificaciones altas mientras que por otro lado, se obtenían activos financieros más riesgosos con bajas calificaciones. Muchos inversionistas de todo el mundo adquirieron estos activos con alta calificación, sin conocer realmente el riesgo al que se estaban exponiendo. Este desconocimiento se suplía por la calificación de las agencias calificadoras.

#### **2.4.1 Caso de los Conglomerados Financieros**

El nuevo modelo de negocios bancario, la desaparición de los claros límites entre los bancos comerciales (con seguro de depósito) y los bancos de inversión, y la estandarización de las calificaciones, todo ello ha resquebrajado la solvencia del sistema financiero, con amplias repercusiones sobre el resto de los sistemas financieros en donde este nuevo modelo de negocios se había desarrollado. Además, el valor en riesgo de estos grandes negocios también está muy por encima del valor del capital de los grandes conglomerados financieros.<sup>91</sup> A continuación se presenta la Tabla 7, que expone la cantidad de créditos derivados que cotizaban en el mercado de valores.

---

<sup>\*</sup> *Derivados*: Un derivado es un instrumento financiero que asegura el precio a futuro de la compra o venta sobre un activo, para prevenir o adelantarse a las posibles variaciones al alza o a la baja del precio que se generen sobre éste.

<sup>\*\*</sup> *Subyacente*: es un bien financiero o no financiero existente en el mercado.

<http://www.cnnexpansion.com/economia/derivados-bftoxicos-o-medicinales/bfque-es-un-mercado-de-derivado>

<sup>91</sup> Correa, Eugenia; Duarte, César. *Óp. Cit.* p.12.

**Tabla 7: Derivados, Activos y Capital de Conglomerados Financieros (miles de millones de dólares)**

Banco	Activos	Capital	Derivados Totales	Derivados de Crédito
JP Morgan Chase & Co.	1 479.6	81.1	92 304.0	7 774.5
Citigroup Inc.	2 358.3	90.9	39 451.8	3 534.9
Bank of America Corp.	1 582.3	91.1	32 733.3	1 556.1
Wachovia Corp.	754.2	39.4	5 137.1	395.6
HSBC North America Holdings Inc.	509.9	28.0	4 425.9	1 137.5
Taunus Corp.	600.7		1 121.7	18.3
Bank of New York Mellon Corp.	184.2	3.5	1 107.7	2.2
Wells Fargo & Co.	548.7	36.8	992.5	2.4
State Street Corp.	140.1	6.5	799.0	0.2
Suntrust Banks, Inc.	175.9	12.5	263.9	1.1
PNC Financial Services Group, Inc.	131.5	8.9	256.8	5.3
Metlife, Inc.	563.1		188.0	6.7
Northern Trust Corp.	63.1	3.8	152.9	0.3
Keycorp	96.8	8.3	119.4	8.2
National City Corp.	154.2	11.5	112.4	2.0
Barclays Group US Inc.	435.6	3.3	104.7	6.2
U.S. Bancorp	227.6	17.0	89.5	0.8
ABN Amro North America Holding Company	109.1	6.0	75.7	10.0
Citizens Financial Group, Inc.	164.2	10.8	61.6	0.2
Regions Financial Corp.	138.2	9.4	52.9	0.2
Fifth Third Bancorp.	104.3	8.6	49.4	0.4
BB&T Corp.	130.8	8.2	43.0	0.1
Capital One Financial Corp.	147.2	12.2	41.4	0.0
First Horizon National Corp.	37.5	2.7	33.7	0.0
Unionbancal Corp.	54.3	4.3	28.0	0.0

**Fuente:** OCC's Quarterly Report on Bank Derivatives Activities Third Quarter 2007, Datos al 31 de septiembre de 2007.

En la tabla anterior se puede observar el listado de conglomerados financieros que operaron con derivados de créditos hipotecarios y de otros tipos en los Estados Unidos. Sin embargo el análisis permite identificar que tanto los derivados de crédito como los derivados totales superan considerablemente los activos y el capital de cada conglomerado financiero, esto fruto de una desregulación desmedida en el mercado de derivados de los Estados Unidos que les permitió obtener un apalancamiento que roza lo inexplicable.

Los conglomerados financieros que se analizaran a profundidad durante el estudio de casos por su impacto experimentado durante la crisis son: Bank Of America, JP Morgan, Merrill Lynch y Bear Stearns. El Caso de Citigroup se analiza a profundidad en el numeral 2.3, de este mismo Capítulo.

Cuando estalló la crisis en agosto del 2007, la mayoría de los bancos se negaban a aceptar que sus operaciones fueran a verse afectadas y se consideraba que los problemas serían solucionados de forma rápida y sin repercusiones. Sin embargo, una vez que la crisis comenzó a profundizarse los bancos tuvieron que aceptar que una parte importante de sus activos se encontraban expuestos a los créditos subprime y a otros productos financieros relacionados, por lo que sufrirían pérdidas difíciles de calcular. A partir de entonces los principales periódicos del mundo comenzaron a seguir el comportamiento de los conglomerados. De acuerdo a información presentada en el diario estadounidense New York Times, y el diario inglés Financial Times desde octubre del 2007, en el reporte de ganancias que los bancos presentan cada trimestre, se comenzaron a notar las repercusiones que la crisis había tenido en el balance durante el tercer trimestre de ese año.

#### ***2.4.1.1 Caso Merrill Lynch***

El caso particular del conglomerado financiero de Merrill Lynch es bastante peculiar y quizá el más representativo después de Citigroup. Merrill Lynch hasta antes de la crisis era uno de los bancos financieros más exitosos en Wall Street, sin embargo desde el estallido de la crisis en 2008 empezó a registrar pérdidas sustanciales. El reporte de ganancias para el tercer trimestre de 2007 ya mostraba lo que se avecinaba para Merrill Lynch.

Las pérdidas reportadas para el tercer trimestre de 2007 ascendieron a \$2.3 mil millones, lo cual, en su momento, fue la mayor pérdida trimestral para el conglomerado en toda su historia. (Citado en el apartado 2.3) Una de las causas de esta pérdida se debió a que se reportaron \$7.9 mil millones asociados a activos relacionados con los créditos subprime.

La consecuencia inmediata de estos resultados fue la salida del presidente y CEO del banco Stanley O'Neal a finales de Octubre de ese mismo año, después de haber ejercido ese puesto durante seis años.<sup>92</sup>

A finales de diciembre se anuncia que la compañía Temasek Holdings invertiría \$5 mil millones en acciones de Merrill Lynch. Esta compañía es propiedad del gobierno de Singapur. Al mismo tiempo se anunciaba que el administrador de activos estadounidense, Davis Selected Advisers, invertiría \$1.2 mil millones en acciones. Ambas inversiones juntas representaban la compra de aproximadamente 10% de participaciones en el banco.

La situación no mejoraría para el cuarto trimestre de 2007. Se reportaron \$16.7 mil millones como minusvalías adjudicables a la pérdida de valor de activos relacionados con los créditos hipotecarios subprime. Esto se reflejó en una pérdida para el cuarto trimestre de \$9.8 mil millones de dólares, las cuales superaban por mucho a las del trimestre anterior que habían sido las peores de la historia en el conglomerado.<sup>93</sup>

La lectura de los reportes trimestrales de Merrill Lynch permite comprender que la declive de este conglomerado financiero era inminente a causa de la falta de liquidez por el apalancamiento otorgado fruto de la desregulación de derivados en los mercados de valores. Merrill Lynch no sobrevivió la crisis financiera de los Estados Unidos al igual que muchos otros bancos financieros, la deuda sobre créditos subprime y sobre obligaciones de deuda colateralizadas era demasiado alta y superaba considerablemente el monto de sus activos y capital. Sin embargo Bank of America adquiriría el resto de acciones de Merrill Lynch.

#### **2.4.1.2 Caso Bank of America**

Para el tercer trimestre de 2007 Bank Of America reportaba una caída de 34% en sus ingresos netos respecto al mismo período del año anterior. Lo que sentaba las bases ya de las pérdidas de otro conglomerado. Estos ingresos ascendían a \$3.7 mil millones.

---

<sup>92</sup> Correa, Eugenia; Duarte, César. *Óp. Cit.* p.13

<sup>93</sup> *Ibídem.*

De la misma forma se notificaba que *las reservas para afrontar posibles pérdidas en el futuro asociadas sobre todo a la exposición a los créditos subprime se incrementarían en \$865 millones. Los ingresos netos de Bank Of America para el cuarto trimestre fueron de \$268 millones, lo que significó una caída de 95% en relación a los ingresos para el mismo período del año anterior.*

*Así mismo se anunciaba un incremento en las reservas para hacer frente a posibles pérdidas pasaban de \$1.57 mil millones a \$3.31 mil millones. También se anunciaban \$5.28 mil millones en pérdidas relacionadas con los CDO y se daba a conocer que el banco aún mantenía alrededor de \$8 mil millones en activos expuestos a CDO para finales de enero del 2008.<sup>94</sup>*

Sin embargo, a pesar de las pérdidas cuantificables de Bank of America, el incremento en sus reservas para apalear las compensaciones sobre los créditos hipotecarios subprime como las de los CDO permitieron que este conglomerado resistiera de forma más efectiva la crisis financiera de 2008 y permitiese que posterior a la crisis, Bank of America lograra aprovechar las medidas de rescate de la Reserva Federal Norteamericana y surgiese más fuerte que previo a la Crisis.

#### **2.4.1.3 Caso JP Morgan**

Para el caso del banco JP Morgan la realidad no fue muy distinta. JP Morgan anunciaba un incremento de únicamente 6% en sus ingresos netos del tercer trimestre en relación al mismo período del año anterior, es decir que el banco tuvo ingresos netos de poco menos de \$3.4 mil millones para este trimestre.

*Los efectos de la crisis ya se veían debido a que el banco anunciaba \$1.3 mil millones de minusvalías por pérdidas relacionadas con préstamos apalancados, y \$339 millones por pérdidas relacionadas con obligaciones de deuda colateralizadas (CDO). Los resultados del cuarto trimestre de 2007 para JP Morgan tampoco fueron muy positivos. La disminución de los ingresos netos respecto al mismo período del año anterior fue de 34% pasando de \$4.53 mil millones reportados el año anterior a \$2.97 mil millones para el 2007. El incremento en las reservas para hacer frente a futuras pérdidas fue de \$2.3 mil*

---

<sup>94</sup> *Ibidem.* p.16.

millones, mientras que se reportaban \$1.3 mil millones por pérdidas en el valor de activos expuestos a créditos subprime.<sup>95</sup>

JP Morgan fue uno de los principales afectados en función de pérdidas por compensaciones a inversionistas lo que profundizó aún más las pérdidas reportadas durante el 2008. Sin embargo fue quizá el principal conglomerado junto con Goldman Sachs, más beneficiado del rescate proporcionado por la Reserva federal. JP Morgan es ahora en día el Conglomerado Financiero más fuerte e influyente en los Estados Unidos con ganancias superiores a las registradas en 2007.

#### **2.4.1.4 Caso Bear Stearns**

Bear Stearns es junto con los demás conglomerados un caso particular, el precio de las acciones de Bear Stearns cayó de manera sustancial durante el año 2007 debido a todos los problemas relacionados con los créditos hipotecarios Subprime que enfrentó el banco.

*El precio en dólares por acción durante el 2007 pasó de un máximo de \$171.22 el 17 de enero, a un mínimo de \$87.35 el 28 de diciembre lo cual representa una caída en el precio de aproximadamente 49%. En marzo del 2008 en una acción sin precedente, tratándose de un banco de inversión, la Reserva Federal anunció fondos por más de \$30 mil millones para mantener a flote al banco y su adquisición por parte de JP Morgan en solamente \$10 dólares por acción como se menciono anteriormente.<sup>96</sup>*

Bear Stearns tampoco sobrevivió a la crisis, sin embargo fue adquirida por JP Morgan luego de recibir el rescate de la Reserva Federal. Esto permitió que el conglomerado JP Morgan se fortaleciera aún más a raíz de dicha compra, dado que el rescate aumentaría considerablemente si esta adquiría a Bear Stearns.

A pesar de dichas pérdidas por parte de los Conglomerados Financieros, la Comisión de Valores Estadounidense (SEC por sus siglas en ingles), ha logrado recuperar millones de dólares por parte de dichos bancos en función de Obligaciones de Deuda Colateralizada (CDO por sus siglas en ingles). La SEC ha abierto investigaciones en contra de todos los

---

<sup>95</sup> *Ibidem.*

<sup>96</sup> *Ibidem.* p.18.



Conglomerados Financieros que obtuvieron ganancias rentables a raíz de los Créditos Subprime y de los CDO. A continuación se presenta la figura 4, en la que se observa el monto recuperado por parte de la SEC (Comisión de Valores Estadounidense), institución federal norteamericana en la que se profundizará en el tercer capítulo de esta investigación.

**Figura 4: Compensaciones recuperadas por parte de la SEC**



**Fuente:** [http://www.financial-toxic.com/REVISTA/articulos/GestionNoticias\\_558\\_FinancialToxic.asp](http://www.financial-toxic.com/REVISTA/articulos/GestionNoticias_558_FinancialToxic.asp)

Según informó la SEC, que Citigroup engañó a inversores por unos 725 millones de euros en obligaciones de deuda Colateralizada (CDO según sus siglas en inglés) apostando en contra mientras el mercado inmobiliario mostraba signos de dificultad. Los CDO cayeron en incumplimiento de pago en apenas meses, dejando a los inversores con pérdidas, mientras que la entidad financiera obtenía ganancias por 115 millones de euros.<sup>97</sup>

Citigroup es la mayor pena impuesta a una entidad involucrada con Wall Street, acusada de engañar a los inversionistas antes de la crisis financiera de 2008, desde Goldman Sachs & Co. que pagó 398 millones de euros para resolver cargos similares para el año 2011. Mientras que JPMorgan Chase & Co. recibió en junio de 2012 una multa por 111,22 millones de euros.

<sup>97</sup> Blog de la Crisis Financiera. Citigroup paga a la SEC una multa de 285 millones de dólares por "engañar a sus clientes" durante la crisis de las hipotecas "subprime". En: <http://www.financial-toxic.com> (Consultada: 20 de julio 2012)

## **2.4.2 Calificadoras de Riesgo**

En cuanto a las Calificadoras de Riesgo su estudio de casos es limitado dado que las 3 grandes compañías que acaparan el 98% de los derivados, activos, títulos y valores ponderables dentro de las bolsas, que son Standard & Poor's, Fitch y la más grande Moody's, a pesar de tener un rol importante y esencial en la ponderación alta a títulos tóxicos dentro del mercado de valores, brindándole seguridad a sus clientes (Conglomerados Financieros) a pesar del desarrollo de la crisis financiera en 2008, según las autoridades su accionar y su sistema de calificación posterior a la crisis financiera no ha cambiado en ningún sentido, lo que significa que dichas instituciones no son sujetas de estudio.

De hecho, a pesar de que el análisis permite concluir que son parte fundamental de la crisis desde sus orígenes, éstas no han sido sujetas a ningún tipo de regulación o si quiera investigación por parte de las instituciones pertinentes, abogando a que sus ponderaciones o calificaciones son meramente opiniones objetivas.

Es por esta razón que el Rol que desempeñaron estas compañías durante la crisis financiera de 2008 (Véase en el apartado 2.3) es el estudio de casos que se hace sobre las mismas pues su estudio se limita a ello.

## **2.5 Los Conglomerados Financieros y las Calificadoras de Riesgo como actores de la Teoría de la Interdependencia**

El rol de los conglomerados financieros, se ha marcado a través de la historia en complicidad con el ambiente político. Los incentivos legales y económicos hacia las instituciones financieras, permiten una riesgosa y extensa red de interdependencia entre los actores involucrados; puesto que, se generan situaciones procíclicas, esto por el hecho de su complejidad, que muchas veces no se armoniza con la realidad de la economía; tal fue el caso de la especulación en 2007, permitiendo el colapso de la burbuja inmobiliaria por estar retroalimentada de nuevos instrumentos financieros en el mercado de derivados, exactamente en el derivado de créditos, conocido en su contexto como: "innovación financiera".

Como se mencionó en el capítulo I, uno de los postulados principales de la teoría de la interdependencia es la relación interdependiente de los actores en el sistema, en este

sentido la diversidad de actores no estatales; dentro de la actividad especulativa y valorados como agentes financieros dentro de los mercados de valores del mundo, han permitido la construcción de un sistema financiero propenso a crisis financieras cíclicas. Con lo anteriormente expuesto, el enunciado que se estableció para este capítulo, se ha respondido gracias al estudio del rol que los conglomerados financieros tomaron respecto al comportamiento de las calificadoras de riesgo, dado que, se presentaron datos de interés, permitiendo señalar el rol de las calificadoras de riesgo, como las principales entidades generadoras de especulación a través de calificaciones subjetivas de títulos y créditos tóxicos para incentivar su compra dentro del mercado, propiciando la crisis de 2008 en los Estados Unidos.

Los datos de interés expuestos, fueron útiles para el cumplimiento del objetivo capitular, que para este caso fue, descubrir el rol desempeñado de las calificadoras en cuanto a sus actividades frente al estallido de la crisis financiera; estas agencias calificadoras, propiciaron con su calificación otorgada a los bancos de inversiones la especulación dentro de los mercados hipotecarios, generándose de esta forma una burbuja de créditos. Paralelo a los hallazgos de las calificadoras, se pudo también indicar en esta investigación, que existe un nuevo mecanismo internacional en la obtención de ganancias que se observa a partir del interés de los conglomerados financieros.

Afirmando que, el novedoso orden del sistema financiero después de los años 80, coadyuvó a nuevos comportamientos especulativos. El comportamiento previo a la crisis, fue el apalancamiento insostenible; durante 2007- 2008, la especulación junto al rol de las agencias calificadoras de riesgo se tradujo a: conglomerados rescatados y fortalecidos; y posterior a la crisis, existe aún, cierto nivel de desconfianza, entre la función internacional de los Estados Unidos como “banco universal” y, la deuda soberana de los países europeos.

Como el tema central del trabajo de investigación se basa en la especulación en el mercado de valores, sin duda alguna, al finalizar el capítulo II, se pudo observar que una estructura de valores en Estados Unidos por medio de las cotizaciones en créditos hipotecarios, pudieron extenderse sin límites como afectación para los demás países, generando actividades especulativas en sus mercados bursátiles. Ver Anexo 3, el cual recoge en síntesis el capítulo.

## **CAPITULO III**

### **Regulación y Autorregulación en el Mercado de Valores**

La Regulación, es un término controversial para el ámbito financiero, y más aún en áreas como el mercado de valores, puesto que, la volatilidad de sus actividades internacionales en el sistema actual, se convierte en zona restringida para el intervencionismo de los gobiernos. Por eso, el capítulo III plantea el escenario de los gobiernos, de cara a los desafíos que representan los efectos de la crisis 2008. Por ello se espera resolver el siguiente enunciado:

¿Qué medidas y políticas fueron implementadas por parte de los gobiernos en E.E.U.U., España, Alemania y El Salvador a fin de prevenir y contrarrestar los efectos del fenómeno de la especulación financiera en las diversas Bolsas de Valores posterior a la crisis del año 2008?

El capítulo tiene como objetivo indagar las medidas y políticas fueron implementadas por parte de dichos gobiernos a fin de prevenir y contrarrestar los efectos del fenómeno de la especulación financiera en las diversas Bolsas de Valores posterior a la crisis del año 2008.

Por tanto, los lineamientos que ayudarán al lector para entrar en debate y para responder al objetivo del capítulo, se han estructurado en 3 partes, sus contenidos versan sobre: la Regulación como concepto polisémico en la crisis 2008; rol de los Gobiernos en el escenario de la crisis financiera de 2008 a través del estudio sobre las medidas y políticas implementadas por cada país seleccionado; retos y perspectivas. Finalizando de esta manera un análisis de la temática y la aplicación de la respectiva teoría que se está utilizando en la presente investigación.

#### **3.1 Regulación como concepto polisémico en la crisis de 2008**

El comportamiento de los Estados dentro de la crisis financiera de 2008 está limitado por el funcionamiento del sistema económico y financiero internacional. Como se ha mencionado en capítulos anteriores, a partir de la década de 1970, se produce un cambio en la reciente historia financiera, pasando, de un estado de regulación estricta y

estabilidad entre la década de 1940 a 1970, hacia un estado de liberalización y mayor inestabilidad.

*En el primer momento hubo separación entre la banca comercial, las compañías de seguros y la banca de inversión. En el segundo momento se da el levantamiento de controles sobre tipos y actividades de la banca de inversión.*<sup>98</sup>

El proceso de cambio en el sistema financiero, no ha sido acompañado de una evolución de la regulación, más bien, la crisis desatada en 2008, evidencia los fallos de los mercados clásicos, a saber:

- a) Las externalidades que se producen cuando quiebra una institución bancaria, en particular si tiene un carácter sistémico, tanto para el resto del sector financiero como para la economía real.
- b) Asimetrías de información de los mercados financieros, que dejan desprotegido al pequeño inversor y que pueden hacer que el mercado colapse.
- c) El poder de mercado de las entidades, dado que muchos sectores bancarios tienden a estar concentrados y existen barreras a la entrada.<sup>99</sup>

Y es justamente, estos tres fallos que se mencionan con anterioridad, los que han puesto en evidencia la falta de supervisión y regulación de los gobiernos para con el desarrollo financiero. Evidentemente, la globalización ha permitido que la intervención de los Estados para la supervisión de los mismos se vuelva compleja. Así, se explicará el esquema de regulación y supervisión financiera de los Estados Unidos en la actualidad.

Las innovaciones financieras, constituidas en el modelo de “originar y distribuir”, en el que los bancos tratan de deshacerse del riesgo crediticio originando préstamos hipotecarios y titularizándolos rápidamente en una cadena de productos estructurados crecientemente complejos, implica un problema y es que este modelo deja la supervisión de las hipotecas en un limbo, y dada la complejidad de los productos, lleva a una subvaloración del riesgo.<sup>100</sup>

---

<sup>98</sup> Vives, Xavier. *La crisis financiera y la regulación*. IESE Business School, Universidad de Navarra, Septiembre 2010. p.6

<sup>99</sup> *Ibidem* pag.7.

<sup>100</sup> *Ibidem* p.8.

Actualmente, el modelo carece de regulación, por lo que se está en un período de desregulación o autorregulación del mercado.

Para entender un poco más acerca de desregulación y la crisis financiera, es necesario hacer ciertas acotaciones. La primera de ellas es que el Estado, será participe en este modelo, sólo en momentos de crisis. Que fue justamente lo que sucedió en Estados Unidos y la Unión Europea, al momento del rescate de bancos y ajustes en la política para superar la ya desatada crisis económica global.

Una segunda acotación es la referida a la actuación de los organismos supervisores financieros, y es que, estos se ven envueltos en un conflicto de intereses de alto grado, al ser manejados o estar dentro de una corporación, o verse afectados por las presiones de las instituciones financieras de alta envergadura.

Las corporaciones financieras han actuado en contra de sus mismos derivados, CDO, sacándolos al mercado, calificándolos como riesgos seguros y apostando contra ellos.<sup>101</sup> Ante esto, los mecanismos de supervisión han fallado en su propósito principal, el de velar por la seguridad financiera.

Pero, a nivel mundial, la situación es la misma. Tal como lo explica Héctor Torres, Ex Director Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional, *el radar del FMI comenzó a dar señales de alerta recién en abril de 2007, prácticamente cuando el problema ya estaba golpeando a sus puertas, pero todavía con poco sentido de urgencia. Es evidente que la vigilancia por parte del Fondo de la economía estadounidense fue ineficaz, y que su vigilancia multilateral de los mercados financieros no fue mucho mejor. Hay que decir que el FMI no fue el único que no interpretó adecuadamente los hechos subyacentes que gatillaron la crisis, pero eso poco sirve de consuelo.*<sup>102</sup>

Efectivamente, el FMI, no fue capaz de interpretar la evidencia, sino hasta que era muy tarde.

---

<sup>101</sup> Ferguson, Charles *Óp. cit.*

<sup>102</sup> Torres, Héctor R. La bancarrota de la teología de la desregulación financiera. 2010. En: <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-bankrupt-theology-of-financial-deregulation/spanish> (Consultada: 15 de agosto 2012)

El problema entonces, se vuelve estructural, esto ocurre cuando, existiendo instituciones y mecanismos para regular y supervisar las actuaciones financieras, fallos tan grandes y con consecuencias desastrosas, se presentan.

Con esto se puede determinar que a pesar de la existencia de diversas entidades e instituciones, tanto nacionales como internacionales, que buscan supervisar de forma efectiva la cotización de los valores dentro del mercado, todas ellas carecen de injerencia, lo que no les permite someter a los actores que invierten dentro del mercado. Esto responde a una falencia estructural en el sistema financiero.

## **3.2 Rol de los Gobiernos en el escenario de la crisis financiera de 2008**

### **3.2.1. Regulación y Medidas adoptadas por el Gobierno de los Estados Unidos de América**

Las medidas de supervisión y regulación impuestas por el gobierno de los Estados Unidos son bastante particulares ya que se optó por una inyección considerable de capital al sector bancario y brindarle así un mayor flujo de capital al sector financiero norteamericano.

Antes de profundizar en las medidas adoptadas por el gobierno norteamericano, es necesario comprender el sistema de supervisión y regulación de los Estados Unidos. Durante gran parte de la historia norteamericana, la legislación bancaria de los Estados estuvo determinada por preocupaciones acerca del poder que ejercían los bancos neoyorquinos sobre el resto del país, y por el temor de que los grandes bancos drenaran fondos de las zonas rurales para reencauzarlos hacia las ciudades.

A fin de aplacar estos celos, los Estados introdujeron diversas restricciones: desde la banca sin sucursales que establecía que los bancos no podían tener más de una oficina, pasando por límites a la apertura de sucursales dentro de los Estados y hasta límites a la apertura de sucursales interestatales.<sup>103</sup>

---

<sup>103</sup> Zingales, Luigi, "El Capitalismo después de la Crisis", Estudios Públicos, Edición 119, 2009, pág. 104.

Todas estas medidas eran bastante restrictivas, pues obligaban a reinvertir los depósitos en la misma zona donde eran recaudados, con lo que se distorsionaba gravemente la asignación de fondos. Al impedir que los bancos se expandieran estas normas los transformaron en instituciones menos diversificadas y por ende más propensas al fracaso. A pesar de todo, estas políticas tuvieron un aspecto positivo: fragmentaron el sector bancario y disminuyeron su poder político, con lo cual se crearon las condiciones necesarias para el surgimiento de un mercado de valores mucho más dinámico.

*Incluso la separación entre la banca de inversiones y la banca comercial, introducida por la Ley Glass-Steagall dentro del marco del New Deal, fue producto de una regulación asertiva.*<sup>104</sup> A diferencia de muchas otras regulaciones bancarias, la Ley Glass-Steagall tenía una justificación de tipo económico, la cual era impedir que los bancos comerciales explotaran a sus clientes haciendo recaer en ellos el pago de los bonos de firmas que habían recibido préstamos pero eran incapaces de reembolsar la deuda. Sin embargo, la consecuencia más importante de la Ley Glass-Steagall fue la fragmentación, la cual contribuyó a reducir la concentración del sector bancario.

Sin embargo, las restricciones impuestas por las normativas estatales fueron sumamente ineficientes y con el paso del tiempo y debido al progreso tecnológico y financiero se volvieron insostenibles. Fue así como a partir de los años 70's, las regulaciones bancarias estatales se fueron reduciendo y eliminando, lo que permitió que el sector bancario se fortaleciera y se fomentara el crecimiento económico sostenible, sin olvidar que con ello también se incentivaría la concentración del sector bancario financiero.

*En 1980, en Estados Unidos había 14.434 bancos, casi la misma cantidad que en 1934. En 1990 esa cifra había disminuido a 12.347; el año 2000, a 8.315. En 2009, el número se mantiene por debajo de los 7.100. Lo más importante es que la concentración de depósitos y préstamos creció considerablemente. En 1984, los cinco principales bancos estadounidenses controlaban sólo el 9% del total de depósitos en el sector bancario. En 2001 esa cifra había aumentado al 21%, y a fines de 2008, a cerca del 40%.*<sup>105</sup>

---

<sup>104</sup> *Ibidem.*

<sup>105</sup> *Ibidem.* p.105.



Para 1999 se aprobó la Ley Gramm-Leach-Bliley, la cual delega a la FED la supervisión directa de los conglomerados y le exige compartir la información con los reguladores federales de instituciones de depósito y los reguladores estatales de seguro. Esta Ley derogaba las restricciones impuestas por la Ley Glass-Steagall.<sup>106</sup>

*Pero a pesar de ello, las principales instituciones que cayeron en bancarrota y recibieron créditos de rescate durante los dos últimos años eran sociedades exclusivamente de inversiones como los conglomerados Lehman Brothers, Bear Stearns o Merrill Lynch que no aprovecharon la derogación de la Ley Glass-Steagall. O bien eran instituciones financieras puramente comerciales como Wachovia y Washington Mutual. La única excepción es Citigroup, que, acogiéndose a una excepción especial, fusionó sus operaciones comerciales y de inversión incluso antes de que se promulgara la ley Gramm-Leach-Bliley.*<sup>107</sup>

Ahora bien, en cuanto al marco actual de regulación y supervisión financiera de los Estados Unidos, está estructurado de forma sectorial. Esto implica que hay distintas agencias que regulan y supervisan distintos tipos de intermediarios financieros, en el caso de los Estados Unidos coexisten agencias tanto federales como estatales, así como también organizaciones autorreguladas, lo cual le agrega complejidad a la estructura como se observa en el esquema 2.

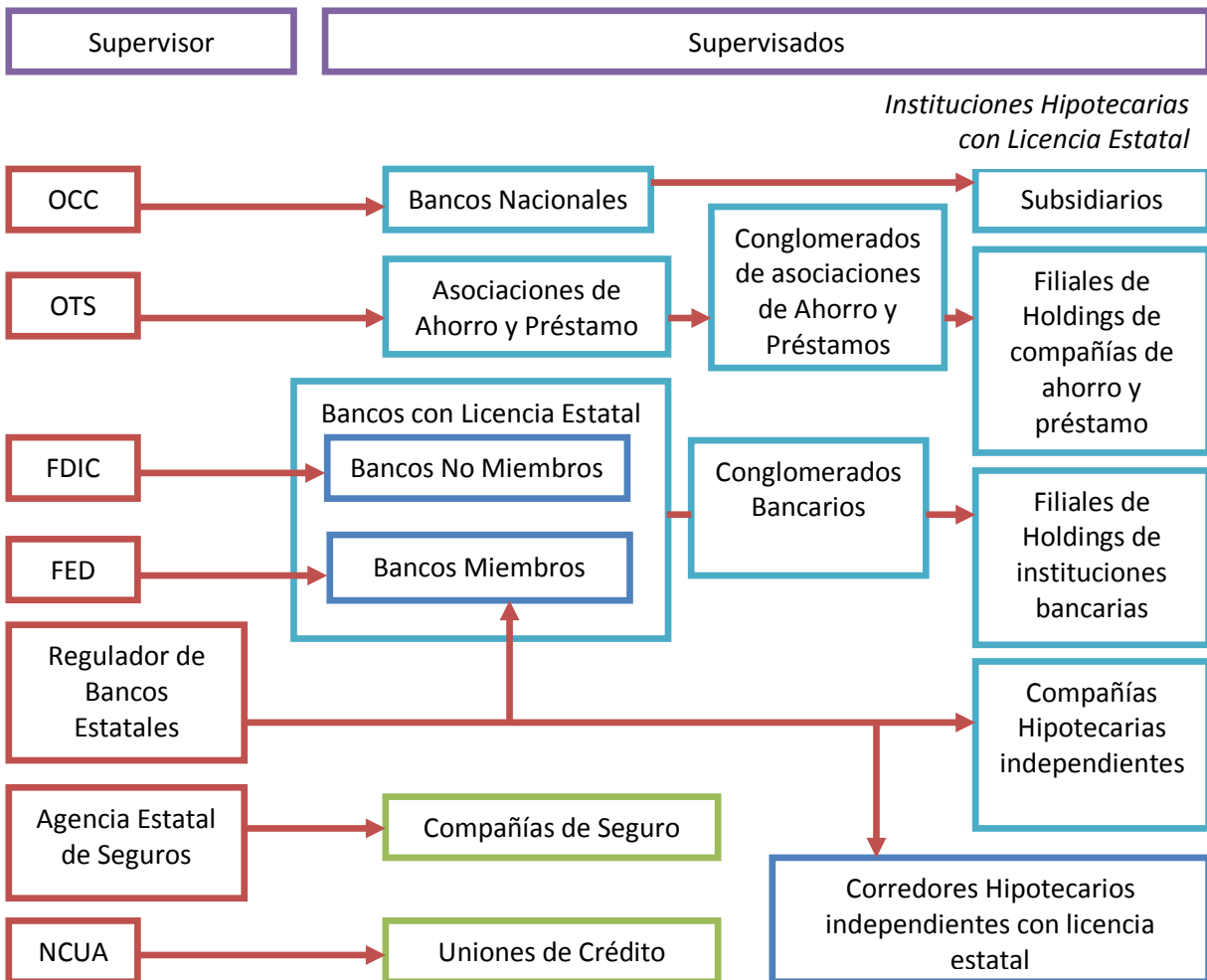
A través del esquema, se puede observar una diversidad de instituciones encargadas de supervisar y regular a los actores financieros del mercado, sin embargo a pesar de la multiplicidad de instituciones, la regulación de los mismos es mínima.

---

<sup>106</sup> Blanco, Clemente Alfredo y Marroquín, José Alfredo, Boletín Económico, Banco Central de Reserva de El Salvador, p.18.

<sup>107</sup> Zingales, Luigi, *Óp. Cit.* p.105.

## Esquema 2: Estructura de Supervisión y Regulación en los Estados Unidos



**Fuente:** Boletín Económico, Banco Central de Reserva,  
<http://www.bcr.gob.sv/bcrsite/uploaded/content/category/1820840734.pdf>

Así mismo, se observa cómo los conglomerados bancarios son entidades que controlan uno o más bancos comerciales. La FED lleva su registro y ejerce regulación y supervisión sobre ellas. Un conglomerado bancario puede transformarse en conglomerado financiero si llega a cumplir ciertos requisitos de capital, criterios de administración y elección de la FED. Los Estos conglomerados financieros pueden ampliar sus operaciones hacia actividades financieras no bancarias.

Otro elemento importante es que dicha estructura supervisora no responde a un diseño organizacional estructurado desde la base sino más bien ha sido desarrollado a través del tiempo dependiendo de las demandas coyunturales.

El Departamento del Tesoro lo explica de la siguiente forma: *El marco regulatorio actual para las instituciones financieras está basado en una estructura que se ha ido construyendo durante los últimos 75 años y que ha ido evolucionando gradualmente en respuesta a problemas coyunturales y sin un enfoque real en una misión global: El Congreso estableció las licencias de bancos nacionales durante la guerra civil en 1863, la Reserva Federal en 1913 en respuesta a varios episodios de inestabilidad financiera y el Seguro de Depósitos Federal durante la Gran Depresión. Se hicieron otros cambios o mejoras con los años, pero en su mayor parte, la estructura subyacente es similar a la que existía en los años 30.*<sup>108</sup>

En cuanto al Mercado de Valores en los Estados Unidos, se da la figura de un mercado autorregulador, bajo el concepto que de esta forma el mercado tiene las facultades para poder regularse de forma eficiente. En palabras de Bernie Bernanke, *la autorregulación como un enfoque basado en el mercado y orientado a alinear los incentivos de los participantes del mercado con aquellos del regulador, potenciando así, las fuerzas que permiten al mercado ser eficiente.*<sup>109</sup>

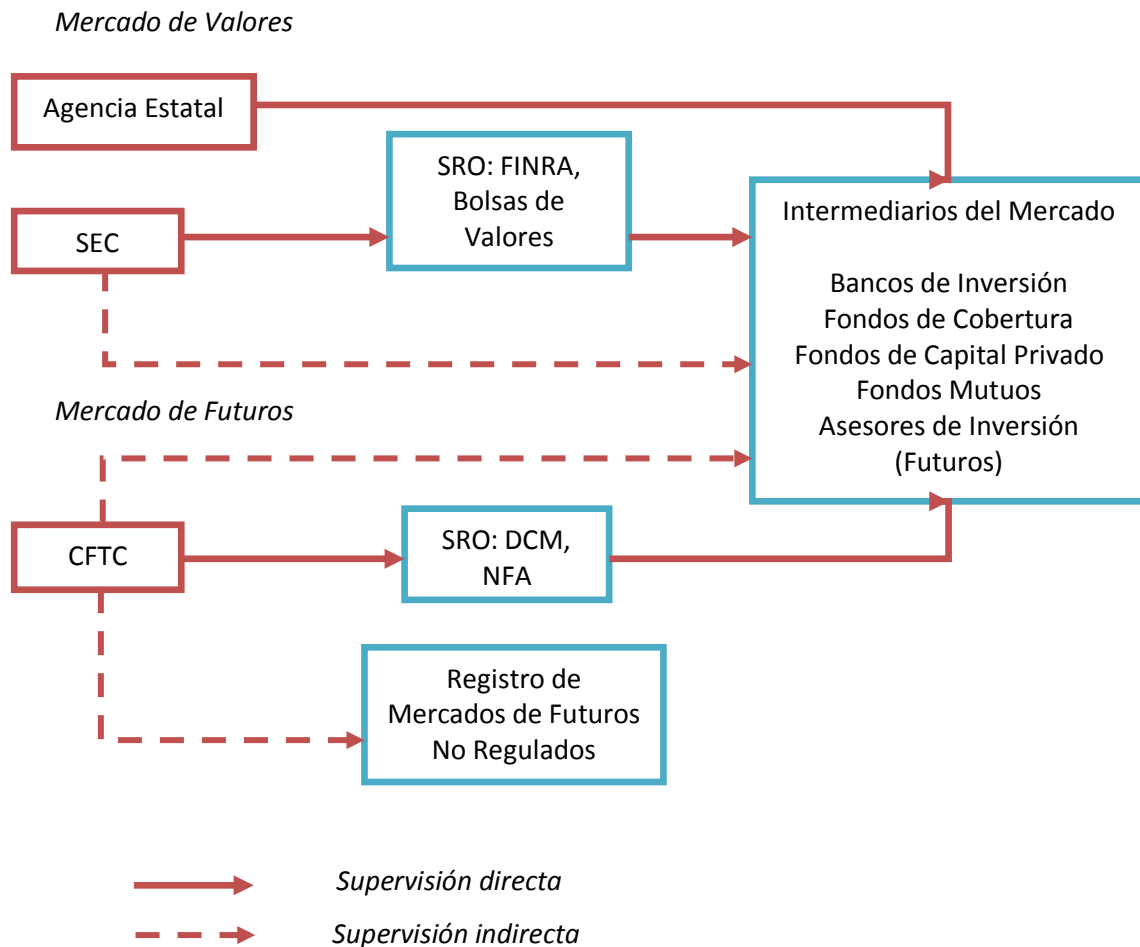
La regulación y supervisión en los Estados Unidos se desarrolla a nivel estatal, federal y a nivel del propio mercado por las organizaciones autorreguladas. Estas organizaciones representan una de las características distintivas del sistema de regulación de los mercados de valores y futuros del país, así como del sistema de mercado. Siendo entidades que promueven la integridad de los mercados, la protección de los inversionistas y las prácticas de los participantes en los mercados.

---

<sup>108</sup> Departamento del Tesoro del Gobierno de los Estados Unidos, "The Department of Treasury Blueprint for a Modernization of the Financial Regulatory Structure". Marzo, 2008, p.14.

<sup>109</sup> Bernanke, Bernie, "Financial Regulation and the Invisible Hand", Conferencia en la Escuela de Leyes de la Universidad de Nueva York, New York. 11 de Abril, 2007.

### Esquema 3: Supervisión actual de los Mercados de Valores y Futuros en los Estados Unidos



**Fuente:** Boletín Económico, Banco Central de Reserva, <http://www.bcr.gob.sv/bcrsite/uploaded/content/category/1820840734.pdf>

Para comprender el Esquema 3, es necesario remarcar que las SRO tienen la capacidad de imponer reglas y emprender acciones vinculantes y disciplinarias para sus miembros. De hecho de acuerdo a la Ley Ex Change Act, es inminente que todos los intermediarios no bancarios formen parte de una bolsa o asociación de valores, como el caso de la Autoridad Regulatoria de la Industria Financiera (FINRA). Sin embargo tanto FINRA como las demás SRO están sujetas a la vigilancia y supervisión de la Securities Exchange Commission (SEC).

La SEC tiene autoridad para hacer cumplir las leyes federales y emitir reglas para los mercados nacionales de valores. Su mandato es proteger a los inversionistas, mantener la integridad y estabilidad de los mercados, así como, promover la eficiencia en la formación de capital. En lo que respecta a la supervisión estatal, más de 50 Estados tienen agencias de regulación. Los elementos básicos de las leyes estatales son el registro de valores, el registro de profesionales y las facultades para hacer cumplir las leyes.<sup>110</sup>

Una vez analizada la estructura de supervisión y regulación del sistema financiero de los Estados Unidos se pueden analizar también las medidas adoptadas por el gobierno norteamericano a través de la Reserva Federal. Como respuesta inmediata a la crisis y al estancamiento del sector financiero estadounidense para finales del año 2008, el entonces Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Henry Poulson, se dirigió a los miembros del Congreso advirtiéndoles sobre la vitalidad de aprobar el Plan de rescate financiero de \$700,000 millones.<sup>111</sup> Esta fue la principal y más importante medida adoptada por el gobierno de los Estados Unidos frente a la crisis.

Para marzo de 2009, el nuevo Secretario del Tesoro, Timothy Geithner, determinó el otorgar \$84 de préstamos subsidiados por el Estado y \$7 de capital estatal por cada \$7 de capital privado invertido en la compra de activos tóxicos. Las condiciones son tan generosas que los inversionistas privados recibirán básicamente un subsidio de \$2 por cada \$1 que aporten.<sup>112</sup>

A pesar de ello, se dan cambios en la Política Fiscal. Pues se da un plan de estímulo fiscal que incluye la reducción de impuestos por \$310,000 millones para los hogares de la clase media y para las empresas que contraten nuevo personal y/o reinviertan en capital físico. Es así como el Gobierno de los Estados Unidos decidió manejar la crisis financiera del 2008.

---

<sup>110</sup> Blanco, Clemente Alfredo y Marroquín, José Alfredo, *Óp. Cit.*, pág. 20.

<sup>111</sup> Zingales, Luigi, *Óp. Cit.* Pág. 107.

<sup>112</sup> *Ibidem.*

### 3.2.2 Regulación y Medidas adoptadas por el Gobierno de España

La respuesta inicial de la mayoría de los gobiernos, fue la inyección de capital en el sistema bancario, a través de sus bancos centrales. El problema se presentó como falta de liquidez, por consiguiente, se convirtió en un problema de insolvencia.

El caso de España, se vio inmerso en el caso de la crisis de la zona Euro, por ello, se suscitó un rescate coordinado entre los bancos europeos, pretendiendo evitar el colapso de su sistema financiero.

No obstante, España no inició directamente sus políticas de rescate a la banca, a diferencia de Estados Unidos, porque la razón española de no intervenir, le limitaba a prestar la ayuda solamente en forma de compra de activos, sin la necesidad de intervenir en el capital del sistema bancario (al menos no antes del primer trimestre de 2009). *Sólo cuando la crisis avanzó, diversas entidades bancarias españolas fueron intervenidas por parte del Banco de España como fueron los casos de Caja Castilla La Mancha (CCLM), Cajasur, La Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM), entre otros. A 31 de marzo del año 2012 han sido siete las entidades intervenidas en España.*<sup>113</sup>

Pese a ello, el mecanismo del Banco Central Europeo (BCE) fue, inyectar la liquidez necesaria para solventar la crisis de desconfianza ocasionada en toda Europa. Según las cifras cuantificadas, desde el inicio de la crisis 2008 al 31 de diciembre de 2011, la banca europea recibió un monto de 1,6 billones de euros.<sup>114</sup>

La Tabla 8 indica los 10 países que recibieron un porcentaje por parte del Banco Central Europeo, nótese el caso español, obtuvo un porcentaje de 16,83 % respecto de su PIB.

---

<sup>113</sup> Santos Miranda, Máximo; Calvo Hornero, Antonia. *Evolución de la banca española e italiana ante la crisis financiera mundial*. UNED. Departamento de Economía Aplicada. Madrid. 2012. P.2. <http://xivrem.ujaen.es/wp-content/uploads/2012/05/14-R-040M403.pdf> (consultada: 20 de Agosto de 2012)

<sup>114</sup> *Ibidem*. p.5.

**Tabla 8: Liquidez proporcionada por el Banco Central Europeo a los sistemas bancarios nacionales como porcentaje del PIB a cierre del año 2011**

País	Liquidez del BCE
Irlanda	87,79
Grecia	61,46
Portugal	27,65
Países Bajos	26,9
España	16,83
Italia	12,65
Francia	10,89
Bélgica	9,54
Austria	4,5
Alemania	2,16

**Fuente:** OCDE. <http://xivrem.ujaen.es/wp-content/uploads/2012/05/14-R-040M403.pdf>

A través de la tabla se puede determinar que desde las intervenciones del BCE, el gobierno español toma parte en el asunto e inicia la adopción de una serie de medidas en el sistema bancario y de políticas de austeridad.

#### **a) Medidas en el sistema bancario**

En términos relativos, cabe destacar la reestructuración del sistema financiero español que ha venido en proceso desde 2008, para ello, se distingue 6 fases por las que se emprendió reestructurar al sistema bancario de España,<sup>115</sup> a raíz de la promulgación legal del gobierno. (Ver tabla 9)

El saneamiento que se emprendió, no ha sido suficiente para la salida de la crisis. Dentro de este año 2012, el gobierno pide nueva asistencia. Así lo indica el comunicado del Eurogrupo, quien ofrece un préstamo de *100.000 millones de euros para la banca*.<sup>116</sup> En el mismo comunicado, el Eurogrupo considera que el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) puede ser el canalizador del préstamo para inyectar el capital a las entidades financieras.

Para mayor panorama de la situación, la siguiente tabla, clasifica seis fases que han experimentado las instituciones financieras desde el 2008. Paralelo a cada fase, se puede verificar el objetivo respectivo para tal medida.

<sup>115</sup> Ver: Maroto, Reyes; Mulas-Granados, Carlos; Fernández, Jonás. *Crisis financiera y rescates bancarios en Europa: Ideas sobre el caso español*. Fundación IDEAS. Madrid. 2012. [http://www.fundacionideas.es/sites/default/files/pdf/DD-Crisis\\_financiera\\_y\\_rescates\\_bancarios\\_en\\_Europa-Ec.pdf](http://www.fundacionideas.es/sites/default/files/pdf/DD-Crisis_financiera_y_rescates_bancarios_en_Europa-Ec.pdf)

<sup>116</sup> Ver: Comunicado del Eurogrupo, *Eurogroup statement on Spain*. 9 de Junio de 2012. [http://www.rtve.es/contenidos/documentos/comunicado\\_eurogrupo.PDF](http://www.rtve.es/contenidos/documentos/comunicado_eurogrupo.PDF)

**Tabla 9: Fases del proceso de reestructuración del sistema bancario español**

Fases		Objetivos
I	Creación del Fondo de Adquisición de Activos Financieros. FAAF (Real Decreto-ley 6/2008)	<b>2008.</b> Creación del FAAF de hasta 30.000 millones de euros para la adquisición de títulos emitidos por las entidades de crédito (bancos, cajas y cooperativas de crédito), incluyendo participaciones preferentes y cuotas participativas, y con ello dar mayor liquidez a estas instituciones.
II	Creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) (RD-ley 9/2009)	<b>2009.</b> Las entidades deben reestructurarse (entendiéndose en muchos casos como fusionarse con otras de mayor solvencia) para poder acceder a fondos. FROB, tiene el objetivo de facilitar procesos de integración de instituciones viables.
III	Reforma del régimen jurídico de las cajas de ahorros (RD-ley 11/2010)	<b>2010.</b> Modificación del régimen, con la finalidad de añadir más dosis de profesionalidad a su gobierno corporativo y mejorar su estructura societaria, así como una recapitalización de entidades que presentaban un déficit de capital.
IV	Reforzamiento del sistema financiero (RD-ley 2/2011)	<b>2011.</b> 1) Elevar el grado de capitalización de las entidades para mejorar su acceso a la financiación; 2) incentivar a las entidades para que acudan a los mercados de capitales; y 3) acelerar la reestructuración de acuerdo con las normas de competencia comunitarias.
V	Saneamiento del sector financiero (RD-ley 2/2012)	<b>2012.</b> Saneamiento de los balances de las entidades de crédito de los riesgos derivados de sus activos vinculados al sector inmobiliario. (primera reforma financiera bajo el nuevo Gobierno del Partido Popular)
VI	Saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero (RD 18/2012)	<b>2012.</b> Acelerar el saneamiento y la venta de los activos adjudicados inmobiliarios

**Fuente:** *Elaboración propia en base a datos de Maroto, Reyes; Mulas-Granados, Carlos; Fernández, Jonás. Op.cit.*

Con relación al préstamo de 100.000 millones de euros, al analizar las condiciones que el Eurogrupo señala respecto de: *No habría condiciones adicionales para el país, pero sí para la banca.*<sup>117</sup> (Con la idea de que la recapitalización servirá para proporcionar créditos a las familias, y acrecentar la confianza económica) Se denota, una falacia que no es cuestionada; por un lado, como el otorgamiento es un préstamo, obviamente debe retornar a la instancia oferente con cierto interés; aún, si el pago de ese préstamo, es sólo por los bancos receptores del mismo sin involucrar reformas macroeconómicas se verá siempre afectada la sociedad, ya que son fondos públicos de la Eurozona, sin embargo, si los fondos se utilizan para proveer liquidez, se iniciará una cadena de consumo, que en

<sup>117</sup> Manjón, Pedro: *España pide un rescate para la banca y el Eurogrupo le concede hasta 100.000 millones.* <http://www.rtve.es/noticias/20120609/eurogrupo-abordara-situacion-financiera-espana-reunion-telefonica-estarde/534201.shtml> (consultada: 23 de Agosto de 2012)



cuestiones económicas produce un dinamismo positivo para el crecimiento de un país; pero, el problema que se visualiza - como opinión personal- es la forma de consumo que se gestará. En pocas palabras, se estará proveyendo créditos a las familias, en detrimento de sus deudas, como un círculo de nunca acabar.\*

Para el mes de Agosto de 2012, el Ministro de Economía Luis de Guindos, en una entrevista en el International Herald Tribune (IHT) afirmó que el *gobierno español prevé que solo utilizará unos 62.000 millones de total de 100.000 millones de euros que el Eurogrupo pone a disposición para recapitalizar la banca.*<sup>118</sup>

Queda de manifiesto, que las medidas anteriormente tomadas, han llenado de condicionantes al sector financiero. Provocar más endeudamiento, debilitará la confianza para la inversión en lugar de incrementarla. Es evidente el objetivo del gobierno español que busca reducir su déficit público, alentador para el sistema financiero pero, riesgoso para la economía real.

#### **b) Políticas de austeridad**

Frente a las políticas de austeridad, promulgadas inicialmente con un gobierno socialista y en 2012 por un gobierno del partido popular. La economía española ha decaído hasta situarse en niveles de recesión; todo por el afán de cumplir con el compromiso de reducir el déficit público. Las implicaciones en la sociedad, no se hicieron esperar. Cada decisión del gobierno, aun cuando existía hasta el 2011 un gobierno socialista, se tradujo en recortes de empleos, salariales, entre otros. Efectivamente, el gasto público no se redujo a nivel superior al 60% como en el actual gobierno popular<sup>119</sup>, pero sí que dejó siempre vulnerable el escenario para que el crecimiento fuese en recesión. Para contractar los hechos que marcaron las pautas de austeridad, a continuación, se hace un recuento de las noticias más relevantes, a partir del hito que marcó la historia de la crisis económica: la quiebra de Lehman Brothers.

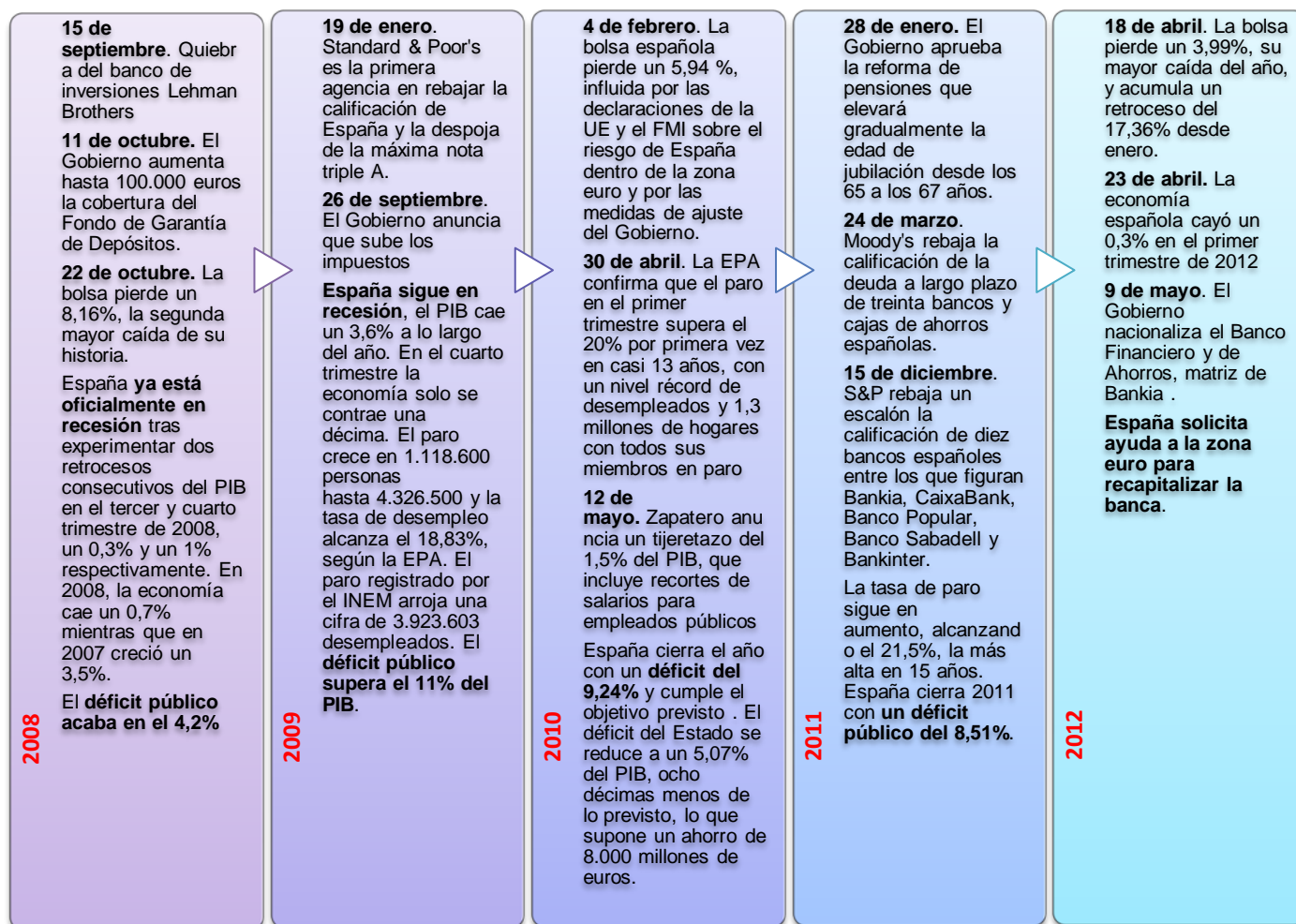
---

\* El análisis particular se ha hecho en un sentido prospectivo, por tal razón, el uso de verbos es en infinitivo; la volatilidad en Europa condiciona cualquier opinión a futuro. Al cierre de este capítulo, la datación apunta que de los 100.000 millones de euros ofrecidos, España hará uso de una cantidad menor. (para más detalle ver : <http://www.abc.es/20120827/economia/abci-rescate-bancario-guindos-201208270911.html> )

<sup>118</sup> S/N. Noticia: *España usará solo 60.000 millones del total del préstamo para recapitalizar la banca.* <http://www.abc.es/20120827/economia/abci-rescate-bancario-guindos-201208270911.html> (Consultada: 27 de agosto de 2012)

<sup>119</sup> Cfr. De Paz Nieves, Carmen; Mulas-Granados, Carlos. *Ajustes fiscales: alternativas y consecuencias.* Fundación IDEAS. 2012. pp.21-22. En [http://www.fundacionideas.es/sites/default/files/pdf/DD-Ajustes\\_fiscales-Alternativas\\_y\\_consecuencias.pdf](http://www.fundacionideas.es/sites/default/files/pdf/DD-Ajustes_fiscales-Alternativas_y_consecuencias.pdf)

**Tabla 10: Noticias de los acontecimientos en España sobre la crisis 2008-2012**



**Fuente:** Elaboración propia en base a noticias editadas por: Pérez, Cristina. La crisis en España: cronología desde 2008. <http://www.rtve.es/noticias/20120605/crisis-espana-cronologia-desde-2008/533400.shtml>

Finalmente, a pesar de una reducción del déficit público, no ha llegado al objetivo deseado, por hoy, *el objetivo es situar el déficit público en el 2,8% a finales de 2014.*

La crisis no debe justificar las decisiones políticas del gobierno español, -aunque parecen ser medidas paliativas que en corto y mediano plazo han logrado mantener una reducción del déficit - al contrario, las decisiones públicas, deben justificar que no ocurran crisis, ya que si se hace una buena gestión política con perspectivas no solo de saneamiento financiero, sino, de nacimiento de un nuevo sistema financiero al interior de España, se podrá distinguir hasta entonces, entre las intervenciones regulatorias para el buen funcionamiento del sistema, de las intervenciones coyunturales que van en detrimento de la sociedad civil.

No obstante, las medidas en el proceso de reestructuración de las entidades financieras aun persisten, *desde febrero del año 2012 se puso en marcha un nuevo proceso de recapitalización de la banca. Este último proceso estimaba 52.000 millones de euros en capital;*<sup>120</sup> A su vez, en el mercado bursátil y de valores no se recupera la confianza, y la economía experimenta mayores efectos en el sector social.

### **3.2.3 Regulación y Medidas adoptadas por el Gobierno de Alemania**

Alemania es uno de los países industrializados de Europa, su espacio de influencia en la Unión Europea le ha posicionado como uno de los países económicamente estables, de igual forma, su sistema financiero se encuentra en dinamismo para promover la economía en la Unión, específicamente de la zona Euro; incluso el Banco Central Europeo, que es el principal garante de la política monetaria en la Zona, se encuentra ubicado en Alemania.

A pesar de ello, Alemania se vio afectada por la crisis desde 2008. *La crisis tuvo un impacto significativo en el crecimiento. En 2009 el PIB cayó un 4,7 por ciento, frente al mero 3 por ciento registrado en las economías desarrolladas. La recesión, que se inició el último trimestre de 2008, persistió durante cinco trimestres consecutivos. No obstante, en 2010 el crecimiento volvió a ser positivo.*<sup>121</sup>

En respuesta, ante la crisis sistémica, con el objetivo de estabilizar la situación de los mercados financieros, a finales de 2008 y principios de 2009 el Gobierno Federal, puso en marcha 2 multimillonarios paquetes de medidas de rescate para los bancos y 2 Amplios Paquetes coyunturales para el sector privado.<sup>122</sup>

En comparación con otras economías adelantadas, la respuesta de Alemania a la crisis fue de amplio alcance. Se introdujeron algunas iniciativas para estabilizar el empleo

---

<sup>120</sup> Santos Miranda, Máximo; Calvo Hornero, Antonia. *Óp. Cit.* p.6.

<sup>121</sup> Organización Internacional del Trabajo; International Institute for labour studies. *Estudios sobre crecimiento con equidad, Alemania, un enfoque centrado en el empleo.* [http://www.ilo.org/public/english/bureau/inst/download/germany\\_es\\_s.pdf](http://www.ilo.org/public/english/bureau/inst/download/germany_es_s.pdf) (consultada: 25 de agosto de 2012)

<sup>122</sup> Cfr. Frankfurter Societäts-Medien Gmb H. *La actualidad de Alemania. 2011* <http://www.tatsachen-ueber-deutschland.de/es/economia/main-content-06/el-modelo-de-exito-de-la-economia-social-de-mercado.html>

potenciando la utilización de las prestaciones sociales, sin olvidar los objetivos del mercado de trabajo y los incentivos laborales.

Alemania también desplegó esfuerzos concertados para fortalecer las redes de seguridad social junto con apoyos a nivel de empresa para mantener la viabilidad de los negocios. Esta política tiene una doble vertiente, ya que por un lado se centra en el empleo y por otro sirve de apoyo a la demanda nacional y a empresas del país a través del aumento de los ingresos. Además, en muchos casos se vio apoyada por un diálogo social efectivo.

Para seguir avanzando en el buen sentido, es fundamental proseguir con dicho enfoque integrador, que ha resultado tan provechoso para superar la crisis. De este modo, Alemania saldría muy beneficiada tanto a nivel económico como social.<sup>123</sup>

Estas medidas implementadas por el gobierno permiten determinar que para el caso Alemán el origen de las fuertes disminuciones de la producción se encuentran en la exposición de Alemania tanto al sistema financiero estadounidense, donde vio la luz la crisis financiera, como a la consiguiente caída de la demanda global. Como una serie de instituciones financieras habían hecho considerables inversiones en obligaciones de deuda colateralizada y valores con garantía de activos relacionados, el sistema financiero alemán se vio afectado directamente por la crisis de las hipotecas subprime y la quiebra del banco Lehman Brothers.

A pesar de esto Alemania aún se mantiene como la economía más saneada de la Zona Euro y esto ha sido una pauta fundamental para que las medidas adoptadas por el gobierno más que de carácter nacional hayan sido de carácter regional, hacia otras economías de la zona euro mucho más devastadas como Grecia, Irlanda, Portugal, entre otros.

---

<sup>123</sup> Organización Internacional del Trabajo; International Institute for labour studies. *Óp. Cit.* p.9.

### 3.2.4 Regulación y Medidas adoptadas por el Gobierno de El Salvador

En El Salvador, la crisis financiera se tradujo en crisis comercial; el sector que experimentó impacto, fue el comercio exterior, las exportaciones, importaciones, afectando incluso el precio de las materias primas; también se vieron reducidas la recepción de remesas, restricciones del crédito, entre otros.

Es de tener en cuenta que en este contexto, el gobierno salvadoreño, inició medidas de contingencia en el ámbito social. A diferencia de las medidas de saneamiento bancario tomadas por los gobiernos que vieron afectados directamente sus sistemas financieros, el caso salvadoreño no contempló situación similar alguna.

Según la opinión del Senior del Sistema Financiero del Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR), José Alfredo Marroquín, *La crisis para El Salvador, llegó con rezago porque el sistema financiero de El Salvador no es desarrollado, el crédito aquí no creció por temor al riesgo, los bancos estaban bastantes líquidos, pero no prestaron.*<sup>124</sup>

Esta declaración lleva a interpretar que, como el sistema financiero nacional no está desarrollado, su regulación tampoco es la más óptima. Al observar la estructura del sistema financiero, se puede ver que hay tres superintendencias que fungen como entidades supervisoras; de igual forma, el Banco Central de Reserva, como también el Instituto de de Garantía de Depósitos, son reguladores de toda una serie de participantes. (Ver Esquema 4).

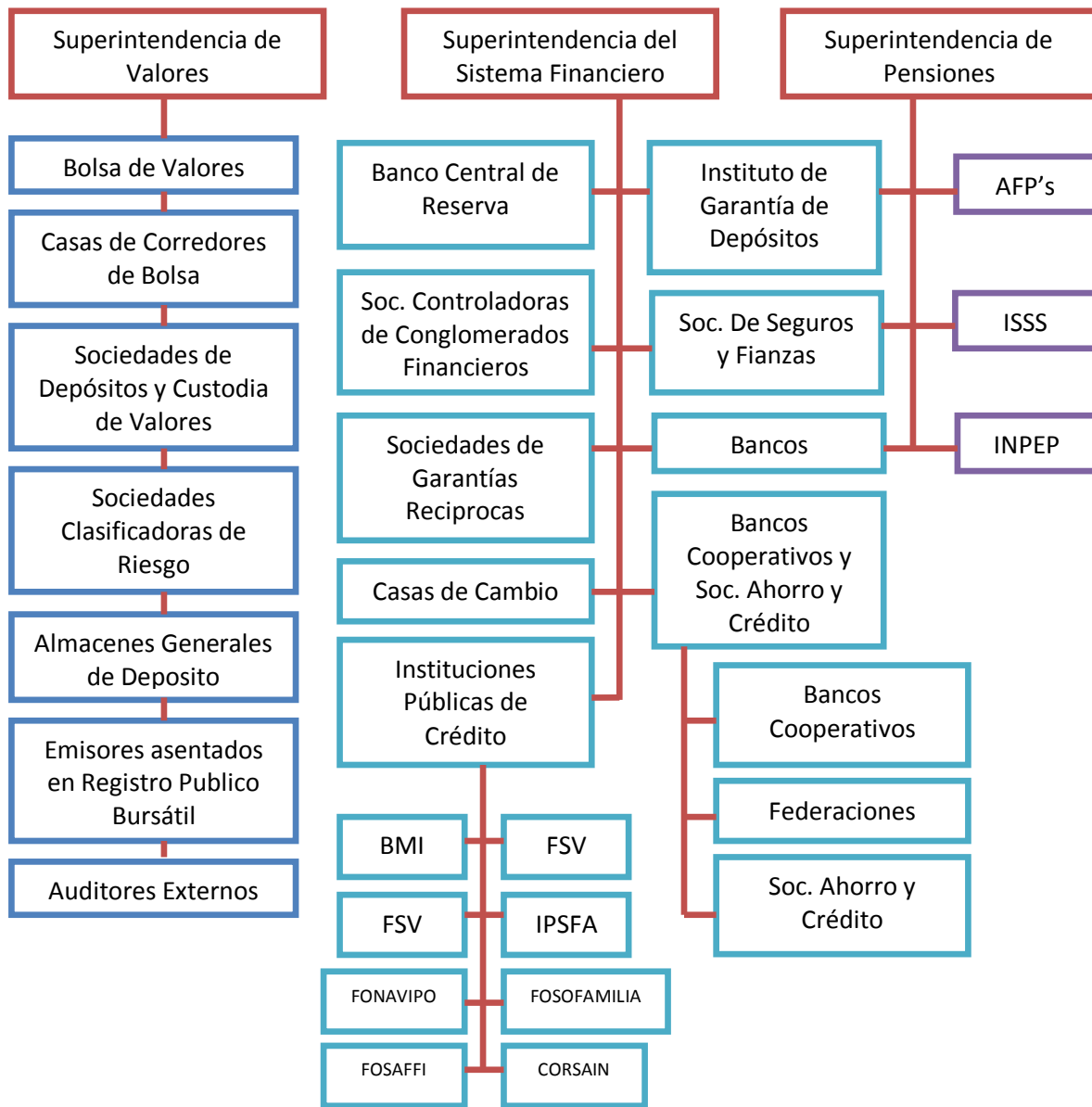
No obstante, la estructura financiera, no garantiza que las entidades supervisoras regulen de manera eficiente el mercado, por ejemplo, para el caso del mercado de valores, la Superintendencia no se involucra más allá de las tareas encomendadas por la ley;\* por tanto, al hacer cumplir el funcionamiento de una bolsa no dinámica basada -como ya se mencionó-, en el mercado de reportos, la regulación es casi inexistente.

---

<sup>124</sup> Entrevista realizada a: Jose Alfredo Marroquin, Senior del Sistema Financiero del Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR), véase Anexo 5.

\* La Superintendencia, es una oficina del gobierno que se encarga de vigilar que los participantes del Mercado de Valores hagan sus negocios cumpliendo la ley. La superintendencia de valores es quien dice cómo debe de funcionar el mercado de valores a través de la aplicación de una ley especial que lo regula: la Ley del Mercado de Valores. ver: Bolsa de Valores de El Salvador [https://www.bves.com.sv/faq\\_details.php?id=267](https://www.bves.com.sv/faq_details.php?id=267)

**Esquema 4: Estructura del Sistema Financiero de El Salvador**



**Fuente:** BCR

[http://www.bcr.gob.sv/esp/index.php?option=com\\_content&view=article&id=125&Itemid=313](http://www.bcr.gob.sv/esp/index.php?option=com_content&view=article&id=125&Itemid=313)

El esquema elaborado por el Banco Central de Reserva, es una figura jerárquica, que incluye desde las entidades supervisoras, hasta las entidades participantes tales como, la bolsa de valores, la banca, y los fondos de pensiones, entre otros.

En cuanto a las medidas tomadas por el BCR, frente a la crisis de 2008, hubo una inyección de liquidez a la economía, a través de la Estrategia de Liquidez Sistémica, ésta

contemplaba tres ejes: *La coordinación de los esfuerzos interinstitucionales, la creación de mecanismos de asistencia y la obtención de recursos adicionales para fortalecer la posición del país, ante los efectos de la crisis.*<sup>125</sup>

Para el 2010, dentro de dicha estrategia se tomaron las siguientes medidas:

- a) *La negociación del acuerdo precautorio Stand-By Arrangement con el Fondo Monetario Internacional, por un valor de US\$786.3 Millones para un período de tres años, fondos que en caso de necesitarse, estarán destinados para cubrir eventuales problemas de liquidez del Sistema Financiero.*
  
- b) *La ejecución del Programa de Liquidez para la Sostenibilidad del Crecimiento, que canalizó recursos a los sectores productivos mediante el financiamiento para capital de trabajo y comercio exterior; a través de la contratación de un préstamo con el Banco Interamericano de Desarrollo por US\$400 millones, el cual se canceló durante el 2011.*<sup>126</sup>

La razón de que la liquidez fuese para la sostenibilidad del crecimiento, se dio porque el gobierno no contempló inyección a los bancos para promover créditos, ya que el sistema bancario resolvió asegurar el riesgo de contaminación con el contexto internacional y por ello, los créditos se suspendieron. No hubo necesidad de inyectar liquidez, incluso los informes del BCR no revelan experiencia alguna. Antes bien, se estipula que en caso de haber deterioro estructural de liquidez sí entrarían en acción los recursos disponibles.<sup>127</sup>

En cuanto al gobierno central, el presidente de la República, Mauricio Funes, anunció en 2009, el Plan anti crisis para enfrentar los desafíos estructurales y con el que se contemplaba mitigar los efectos en la población más vulnerable. Entre sus objetivos destacaban:<sup>128</sup>

---

<sup>125</sup> Banco Central de Reserva, *Memoria de labores 2010, ejercicio 77*. Regulación y monitoreo del sistema financiero. p.10. [http://190.120.10.43/db/libcat/edocs/978-99923-901-9-1\\_FORO.pdf](http://190.120.10.43/db/libcat/edocs/978-99923-901-9-1_FORO.pdf) (Consultada: 26 de agosto de 2012)

<sup>126</sup> BCR. *Memoria de labores 2011, ejercicio 78*. Estabilidad del sistema financiero. pp. 13-14. [http://www.bcr.gob.sv/esp/administrator/components/com\\_docestandar/upload/documentos/Memoria%20de%20Labores%202011.pdf](http://www.bcr.gob.sv/esp/administrator/components/com_docestandar/upload/documentos/Memoria%20de%20Labores%202011.pdf) (consultada: 26 de agosto de 2012)

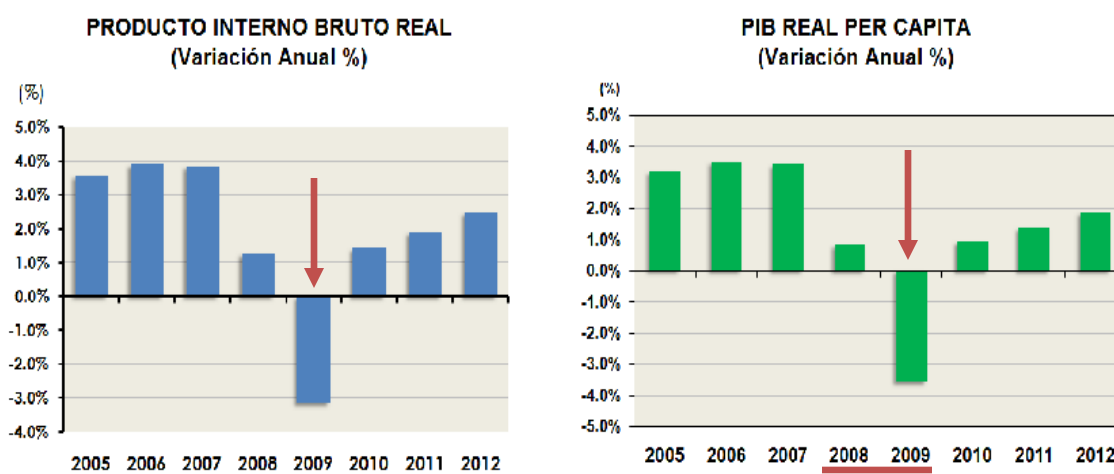
<sup>127</sup> Cfr. *Ibidem*. p.13.

<sup>128</sup> Para mayor información ver: Secretaría Técnica de la Presidencia. *Plan Global Anti-Crisis*. San Salvador, 19 de Junio de 2009. <http://www.umoar.edu.sv/biblio/planificacion%20economica%20y%20social/planes%20funes/PlanGlobalAnticrisis.pdf>

- a) Proteger los empleos existentes y generar nuevas fuentes de trabajo
- b) Proteger a la población vulnerable de los impactos negativos de la crisis, especialmente a la población pobre y excluida
- c) Iniciar la implementación del sistema de protección social universal
- d) Aprovechar la crisis para construir políticas de Estado inclusivas en materia económica y social.

Al realizar un contraste con la situación desde 2009 hasta 2012, las medidas gubernamentales, han quedado cortas, inclusive aquellas que se contemplan en el Plan Quinquenal 2010-2014. Los principales indicadores económicos, aún no se recuperan al nivel adecuado.<sup>129</sup> (Ver gráfico 5)

**Gráfico 5: Principal Indicador económico, Producto Interno Bruto (PIB) de El Salvador**



**Fuente:** Banco Central de Reserva de El Salvador y COPADES.  
<http://www.copades.com.sv/uploaded/content/category/1664675855.pdf>

Los gráficos muestran la variación del PIB real y el PIB per-cápita, en porcentaje, desde el año 2005 hasta el 2011; cabe aclarar, los datos para el 2012, son previsiones. En ambos casos se observa la mayor caída para 2009. El leve crecimiento a partir de las medidas anti-crisis impulsada por el gobierno, no supera la trayectoria anterior a la crisis (nótese los años 2005-2007)

<sup>129</sup> Cfr. COPADES. *El Salvador Evolución de la economía en el primer semestre, revisión del pronóstico de 2011 y perfil económico para el año 2011*. Informe Económico. Agosto 2011.  
<http://www.copades.com.sv/uploaded/content/category/1664675855.pdf>



Así se puede inferir: las medidas del gobierno, no estuvieron relacionadas a la intervención del BCR porque no fueron medidas financieras, sino más bien el papel del gobierno en la crisis, se contempló bajo el Plan anti-crisis y, actualmente en el Plan Quinquenal 2010-2014.

Lo que deja en evidencia que no pudo haber regulación gubernamental directa en cuestiones financieras, porque no existe un eficiente entramado de regulación desarrollado pese de las instituciones que fungen en nombre del marco normativo para regular al mercado.

### **3.3 Retos y Perspectivas**

Frente al fenómeno de la especulación, al fenómeno de las burbujas inmobiliarias, al mercado de capital globalizado, y la crisis generada por la combinación de dichas variables. Hay una línea por definir:

El sistema financiero es un medio estructural que necesita cambiar de paradigma, y por ende, sus elementos constituyentes deben ser también modificados en función de un dinamismo donde los Estados obtengan una economía sin vulnerabilidades externas. Entre los elementos constituyentes, se incluye al mercado de valores, cuya modalidad sirve de escenario para expandir incertidumbre sobre cotizaciones internacionales. (Al menos para los países con fluidez de valores sustanciales)

Las medidas que se han tomado para sanear al sistema intoxicado por hipotecas subprime, aparte de que fueron medidas diseñadas por el mismo sistema financiero, no permiten hasta la fecha, salida segura para garantizar una estructura financiera integral. Como se ha apuntado en el desarrollo de los capítulos, los Gobiernos tomaron parte en el asunto, marcando una pauta del nuevo keynesianismo, esta pauta de intervención es permisible según el paradigma actual, en la medida que, se logre restaurar el ciclo económico negativo hacia el ciclo de prosperidad. Sin duda alguna, no es una nueva estructuración, sino más bien, es una reestructuración de carácter paliativo.

Por esas razones, el mayor reto al que se enfrenta el sistema financiero internacional, es: armonizar dos tipos de regulación. Por un lado, se tiene a un sistema de intereses

“regulado” por los conglomerados financieros a nivel internacional, y por el otro, se tiene a una regulación estricta de las entidades gubernamentales que intervienen solo en tiempos de crisis.

La cuestión es, cómo enfrentar una u otra regulación para no afectar la fluidez de capital que contribuye al crecimiento económico de los Estados. El desafío por tanto, está en los gobiernos, estos son los que pueden hacer eficientes sus instituciones nacionales, por eso, la supervisión debe buscar el desarrollo socioeconómico.

Otro de los retos del actual sistema financiero en crisis, es recuperar la confianza para que Estados emergentes orientados al sistema neoliberal transnacional, reestructuren su modus operandi con objetivos de cooperar en la estabilización económica internacional.

Estados Unidos tiene dos niveles de retos. El nacional y el exterior; a nivel interno el saneamiento de actores políticos en su sistema financiero; en el exterior, posicionarse frente a la crisis soberana de Europa para no dar cabida a futuras recesiones.

En los países de la Eurozona, el mayor reto es mantener la soberanía como bloque europeo, frente a las políticas estructurales exógenas. Paralelo, el desafío político de Alemania, es abolir el euroescepticismo de su población, para no caer en inestabilidad. En España el mayor reto es reducir su déficit público sin adquirir más préstamos.

Para el caso de El Salvador, el reto vital, es el reforzamiento del sistema financiero para hacer más dinámica la economía, sin caer en más condicionantes de ajuste estructural por parte de la dinámica Estadounidense.

Con estos retos a subsidiar, las economías para los países estudiados, se verán obligadas a reestructurar sus entidades hacia una regulación más intervencionista. Pese ello, Estados Unidos podrá mantener su estatus quo de una nueva forma, se prevé que inicie una campaña tanto política como económica, pero de manera coyuntural, esperando ver cómo culmina el proceso crítico de Europa. La alerta está a la expectativa de qué sucede en el entorno exterior, por consiguiente la especulación para este país siempre estará ligada a los agentes financieros.

Para Alemania y España, según el ritmo de crecimiento que llevan, sus economías no colapsarán, pero sin duda, la especulación mantendrá tradicionalmente sus incertidumbres para hacer que la población civil siga costando la deuda al Banco Central Europeo; para España, el costo de su recuperación será mayor. Pero ambos países tratarán de defender al Euro como moneda.

Las perspectivas para El Salvador, desde el punto de vista regulatorio, (porque desde la especulación ya se dijo que no hay mayor movimiento ni influencia) se prevé un riesgo de estancamiento para reestructurar al sistema financiero, porque, se está esperando que la inversión privada se auto-regule por las decisiones de Estados Unidos o por influencia de conglomerados transnacionales, sin el mayor interés de arriesgarse a vencer los retos como nación. Además, su sistema político y el ambiente de crisis institucional actual 2012, no permitirán el desarrollo de un aparato financiero dinámico.

### **3.4 La Regulación y las Medidas adoptadas por los Gobiernos desde la Teoría de la Interdependencia**

Uno de los postulados representativos de la Teoría de la Interdependencia, es la *Falta de Jerarquización*,<sup>130</sup> representada en el sistema internacional como, la ausencia de un ente regulador que coordine las políticas a implementar en cuestiones financieras.

La interdependencia, de acuerdo a los autores, tiene tres elementos que la caracterizan: la existencia de múltiples canales de comunicación, la agenda internacional está conformada por múltiples temas no jerarquizados y que la fuerza militar ya no es utilizada para resolver los conflictos entre las partes.

Es a partir de estas características que se pueden distinguir cuatro procesos políticos, que traducen los recursos del poder en poder de control de los resultados:<sup>131</sup>

- a) Los procesos políticos están determinados por una estrategia de vinculación. Es decir, como los objetivos y temas de la política internacional varían según áreas

---

<sup>130</sup> Nye, Joseph; Robert Keohane Op.cit.

<sup>131</sup> Molina Hurtado, Peter. *El debate interparadigmático de las relaciones internacionales: 1970-1989*. Revista Venezolana de Ciencias Políticas N° 37 Enero-Junio 2010 Pp. 14-16. <http://www.saber.ula.ve/bitstream/123456789/34710/1/articulo1>. (consultada: 28 de agosto de 2012)

temáticas, también se modifica la distribución de poder como los procesos políticos habituales.

- b) El segundo proceso político es el establecimiento de la agenda. En situaciones de interdependencia compleja la agenda se ve afectada por problemas internos e internacionales en permanente interacción.
- c) La existencia de múltiples actores y canales de comunicación entre ellos hace que las relaciones transnacionales y transgubernamentales hagan desaparecer la distinción entre política nacional e internacional.
- d) La profunda interacción revaloriza el rol de las organizaciones internacionales en la política mundial.

Por tanto, a la luz de lo evidenciado con las medidas aplicadas por los gobiernos, se puede constatar que, serán otros actores no estatales los que tomen parte en asuntos de carácter internacional, y que los Estados juegan un papel de cumplidores de la agenda financiera, política y pro cíclica, dentro de la globalización no jerarquizada, y desregulada.

Según lo expuesto con anterioridad, el enunciado establecido en este apartado encuentra su respuesta al determinar que los Gobiernos en cuestión sí implementaron medidas paliativas y de regulación frente a la crisis financiera de 2008, sin embargo debe hacerse la aclaración que ninguna de estas regulaciones o medidas adoptadas por los mismos atiende el fenómeno en cuestión, como lo es la especulación en el Mercado de Valores.

Esto bajo el entendido que dado que el fenómeno de la especulación encuentra sus orígenes en el mercado mismo, el ente encargado de regularla y supervisarla debe ser el mercado mismo, que funciona bajo la lógica de un mercado autorregulador.

Los hallazgos permiten alcanzar el cumplimiento del objetivo capitular, al determinar que en efecto se dieron distintas medidas de regulación y supervisión por parte de los gobiernos de Estados Unidos, España, Alemania y El Salvador. Sin embargo estas medidas fueron rescates multimillonarios que tenían por objetivo brindarle nuevamente flujo de capital al sistema financiero y evitar el estancamiento del sistema que se avecinaba.

A lo largo del capítulo se puede observar que las medidas adoptadas en ningún momento pretenden poner un alto a la nueva estructura financiera formada a raíz del interés de los conglomerados financieros y otros actores del mercado, sino todo lo contrario estas medidas han permitido un resurgimiento considerable de esta nueva estructura financiera que se mantiene completamente desregulada y con entes supervisores que carecen de carácter vinculante.

Sin olvidar que el fenómeno de la especulación permanece siendo la temática central de esta investigación, a través del capítulo III, es posible concluir que la especulación permanece desregulada en los mercados de valores, lo que permitiría que se gesten nuevas burbujas especulativas que promuevan el carácter procíclico de las crisis. Con la finalidad de sintetizar mejor la regulación en el mercado de valores, véase Anexo 4.

#### **IV. Conclusiones y Recomendaciones**

Atendiendo a todo el desarrollo investigativo y en función de los principales hallazgos en sus respectivos capítulos, se concluye lo siguiente:

El mercado bursátil de El Salvador no genera efectos especulativos dentro de su bolsa de valores, debido a la carente especialización en grandes valores cotizados. Es una bolsa de valores poco desarrollada y sirve de base para los contratos de reporto que permiten un mercado de dinero. El hecho de ausencia especulativa, no significa el óptimo desempeño en la economía, pero deja en evidencia el menor nivel de desarrollo financiero que se tiene.

Esto tampoco quiere decir que el fenómeno de la especulación es un elemento que hace excelente a las bolsas; en efecto, no lo es, en este caso, la interpretación que se da es muy distinta, puesto que el mercado salvadoreño también es distinto. Para El Salvador, la ausencia del fenómeno responde a la normativa que regula los mercados de valores, cuyo marco legal no permite que estos mercados sean activos, por tanto, no existe competencia que se preste a la actividad especulativa.

En el caso de España, el sector inmobiliario desató niveles al alza previo a la crisis de las hipotecas subprime en Estados Unidos; luego del desplome, no sólo se ha visto afectada por las hipotecas de riesgo, sino por la deuda soberana de toda la Eurozona. Su efecto especulativo es el que le ha llevado a una crisis irresuelta, el intervencionismo del gobierno para el rescate financiero ha propagado las crisis sociales y la economía en los años post crisis 2008 no ha sido la mejor; aunque se ha reducido en cierta manera el déficit público, su sistema financiero sólo se ha reestructurado para continuar la dinámica de especulación, de hecho, es lo que sucedió cuando las calificadoras de riesgo bajaron la calificación a múltiples instituciones.

La incertidumbre de Europa no deja de preocupar a Alemania, su gobierno se muestra optimista frente al mantenimiento de una unión monetaria, pero subestima la fuerza de otros actores, que de manifestarse, pueden jugar en contra de su confianza. La bolsa de valores de Frankfurt por tanto, se muestra a la expectativa del qué ocurrirá antes del cómo actuar, puesto que, a raíz de su comportamiento cíclico, las crisis políticas de

países vecinos le hacen muy volátil, así como las fluctuaciones en la industria. Su índice bursátil más representativo varía según las condiciones externas, tales como, los conflictos armados en medio oriente, así como de las condiciones nacionales y europeas.

Estados Unidos, es el máximo exponente de la actividad especulativa, este fenómeno ha propiciado el desencadenamiento de la burbuja inmobiliaria, no obstante, el fenómeno especulativo no indica que sea éste el único elemento de desplome de la bolsa, menos aún de toda la crisis financiera y económica. Pero sí es indudable que la especulación se genera por la misma dinámica del mercado. Estados Unidos fue, es, y será, el motor de una innovación financiera perjudicial, al punto de, transmitir sus riesgos a terceros países, estén directa o indirectamente involucrados con su sistema financiero.

Los conglomerados financieros iniciaron su renovación en el escenario de la quiebra de Lehman Brothers, dicha renovación fue vendida con la idea de rescate al sector financiero, para no hacer perder completamente a la economía real; mientras que, la transferencia de poder por medio de adquisición de títulos valores o comprar directa de bancos por otros agentes, propició el reacomodo del interés particular y privado sobre la obtención de ganancias económicas a costa de mayor especulación.

Las Agencias Calificadoras de Riesgo jugaron un rol en complicidad con los intereses de los conglomerados financieros para el desate de la crisis 2008. La íntima relación entre ambos actores y su combinación, producto de la desregulación, alentó a nuevas formas de actividad especulativa; desde el 2007, la especulación estuvo en apostar por la quiebra de quienes tenían hipotecas riesgosas en CDO. La innovación de las permutas de incumplimiento crediticias logró su objetivo con los que apostaban por ello.

Finalmente, la crisis financiera no es efecto directo de la especulación misma, queda claro que es un elemento inherente al mercado de valores, puesto que su dinámica es la autorregulación del mismo. No obstante, la estructura globalizante, es permisiva para que un fenómeno como la especulación crezca a niveles desmesurados, atentando así con la infección de resultados negativos hacia otros países sin alguna relación directa, sólo por el simple hecho de estar interconectados.

El sistema financiero internacional enfrenta grandes desafíos. Desde el punto de vista de la economía mundial, la situación se torna no muy convincente para los Estados que han logrado una mínima estabilidad económica, y no muy clara para aquellos que quieren salir de sus crisis o recesiones profundas. Por lo que, su mayor reto es sobrepasar los niveles de crecimiento económico pre crisis, para mantener un ritmo continuo sin caer a corto plazo en nuevas recesiones.

A lo largo de los capítulos de esta investigación se pudo dar cumplimiento al objetivo general, que implicaba determinar cuáles son las perspectivas y los retos que enfrentan las Bolsas de Valores de E.E.U.U. España, Alemania y el mercado de valores de El Salvador frente al fenómeno de la especulación financiera posterior a la crisis del año 2008.

En tal sentido, las perspectivas son variadas dependiendo del contexto que vive cada país, aún cuando se ha destacado al final del capítulo III las perspectivas según el comportamiento de los gobiernos sujetos a estudio, parece vital señalar que, la regulación del sistema financiero Internacional tendrá que tomar un cambio en el paradigma estructural, que proporcione en principio saneamiento a los efectos provocados, y gradualmente a los resultados esperados.

Visto desde el sistema de la globalización financiera actual, la especulación en bolsas de valores de Estados Unidos, España, Alemania, mantendrá siempre el canal de retroalimentación para el funcionamiento de las mismas; pese a eso, la innovadora recomendación que se establece como producto de esta investigación, hace referencia al sistema financiero en El Salvador:

El Salvador debe hacer frente a su dinámica estacionaria y poco desarrollada en el mercado de valores, por eso, se recomienda tomar la iniciativa de emprender una bolsa de valores regionales que involucre a los países centroamericanos, proveyendo de un solo índice bursátil, y con valores realmente atractivos para las cotizaciones de sus títulos valores respectivos. Plataforma que tendría como fin hacer más atractiva la inversión en bolsa, no solo salvadoreña sino también, de los países centroamericanos que en temas como este presentan una semejanza inactiva.



Advirtiéndolo de antemano, que de lograr este proyecto, no debe caerse en las experiencias como las de España, cuya bolsa está interconectada pero sus valores se fijan por el sistema de capitalización; tampoco se debe caer en dependencia de conglomerados financieros tales como los más influyentes de Estados Unidos.

Por tanto, la red de interdependencia debe jugar a favor de todos los involucrados tomando en cuenta su realidad; la regulación estatal debe buscar un acercamiento para la sociedad y; la regulación financiera, debe buscar el real funcionamiento de sus mercados previniendo siempre el margen de error sobre la especulación, que estará siempre ligada a la inteligencia de las masas, pero, con eficiente regulación, los resultados serán manipulados sin mayores riesgos pro cíclicos.

# **ANEXOS**

## **Anexo 1: Funcionamiento de la Bolsa de Valores de El Salvador**

### **Sistema de Negociación<sup>132</sup>**

*La Bolsa de Valores realiza a diario sesiones de negociación para que las Casas de Corredores de Bolsa puedan ejecutar las órdenes dadas por sus clientes. Todos los Sistemas de Negociación son Electrónicos.*

#### **1. Sistema Electrónico SIBE: Mercados Primario y Secundario**

*La Sesión de Negociación Electrónica adonde se negocian los mercados Primario y Secundario (de Deuda y de Acciones) se desarrolla diariamente a través del Sistema Electrónico SIBE, que permite a los usuarios ingresar sus órdenes de operación desde computadoras terminales instaladas en cada una de las Casas de Corredores de Bolsa.*

*Para el Mercado Primario la sesión dura de las 9:15 a las 9:30 a.m, el Mercado Secundario opera desde las 8:30 a.m. hasta las 3:30 p.m.*

*En este tipo de negociación, existen tres tipos de usuarios:*

**Usuario Administrador:** *Únicamente es para funcionarios de la Bolsa que administran el sistema a través de la creación y alimentación de los datos e información de las empresas, usuarios, claves, emisiones y demás, proporcionando de esta forma el mantenimiento adecuado al sistema.*

**Usuario Operador:** *Usuario reservado para los Agentes Corredores de Bolsa debidamente autorizados a operar en este sistema. Permite ingresar órdenes (o posturas) de compra/venta al sistema de acuerdo a las instrucciones de los clientes.*

**Usuario de Consulta:** *Usuario únicamente para monitoreo y consulta de las órdenes (o posturas) de compra/venta existentes en el mercado. Este tipo de Usuario NO puede ingresar órdenes ni darle mantenimiento al Sistema.*

*Una vez que los Agentes Corredores de Bolsa han ingresado al sistema las órdenes (o posturas) de compra/venta en representación de sus clientes, pueden darse dos situaciones:*

---

<sup>132</sup> Bolsa de Valores de El Salvador. [https://www.bves.com.sv/bolsa/bolsa\\_negociacion.htm](https://www.bves.com.sv/bolsa/bolsa_negociacion.htm)

- *Se efectúa un calce automático, es decir, si al momento de ingresar una orden ya sea de compra o de venta el sistema encuentra otra orden que cumpla con las condiciones (título, precio, monto), éste automáticamente cierra la operación. Posteriormente se generan las hojas de liquidación para el Comprador y el Vendedor*
- *Si el sistema no encuentra otra orden que cumpla con las condiciones, entonces esta orden es mostrada a todo el mercado, con el fin de encontrar una contrapartida para tal operación.*

*Las operaciones se cierran sobre la base de dos prioridades: Mejor Precio y Hora de Llegada. Esto quiere decir que en primer lugar se va a cerrar la orden que tenga el mejor precio, y si hay dos o más órdenes con igual precio, el sistema cerrará la orden que se haya ingresado primero al sistema.*

*La Gerencia de Operaciones y Mercado de la Bolsa de Valores vela constantemente por el buen desarrollo de las sesiones de negociación, y verifica que se lleven a cabo de acuerdo a las normas y procedimientos establecidos en el Mercado.*

*Actualmente las instituciones que tienen acceso a este sistema de negociación son: la Bolsa de Valores, las Casas de Corredores de Bolsa, la Superintendencia de Valores y las Administradoras de Pensiones (estos dos últimos entes pueden acceder únicamente como usuarios de Consulta).*

## **2. Sistema Electrónico de Negociación (SEN): Mercado de Reportos**

*Esta negociación se desarrolla en el horario de 09:30 a.m. - 11:00 a.m. Se utiliza el mecanismo de subasta pública, es decir que cada oferta que encuentra contrapartida es sometida a subasta donde los demás agentes corredores pueden mejorar las posiciones ya sea por el lado de la venta o de la compra. Lo que se hace a través de pujas (sobre el rendimiento) para lo cual tienen diez segundos entre puja y puja, se cierra la operación adjudicándosele al mejor postor.*

## Anexo 2: Esquema Capitular I

### **Bolsa de Valores de New York, USA (NYSE):**

Según el índice Dow Jones la bolsa de valores norteamericana experimento su mayor crecimiento entre los años 2003 y 2007, debido a la especulación sobre el valor de los créditos y títulos en la bolsa.

La especulación dentro de su ciclo alcanza su colapso en el año 2008 siendo su epicentro la bolsa de valores norteamericana.

### **Bolsa de Valores de Frankfurt, Alemania:**

Esta bolsa a diferencia que el resto evita la compra y venta de títulos en el mercado de derivados, debido a la alta inversión en acciones de empresas petroleras que operaban en Iraq.

El acontecimiento anterior evito que la bolsa alemana obtuviera ganancias comparables al resto que invertía en derivados financieros.

Esto mismo evito que la crisis financiera de 2008 la afectara de la misma forma que al resto.

### **Bolsa de Valores de El Salvador (BVES):**

La bolsa de valores salvadoreña a diferencia del resto no colapso en ningún momento, ni tampoco se vio afectada por un fenómeno especulativo.

La bolsa salvadoreña se maneja meramente como una bolsa de reportos, lo que la vuelve inherente a la especulación. Dado que no existe una compra/venta de títulos y valores representativos.

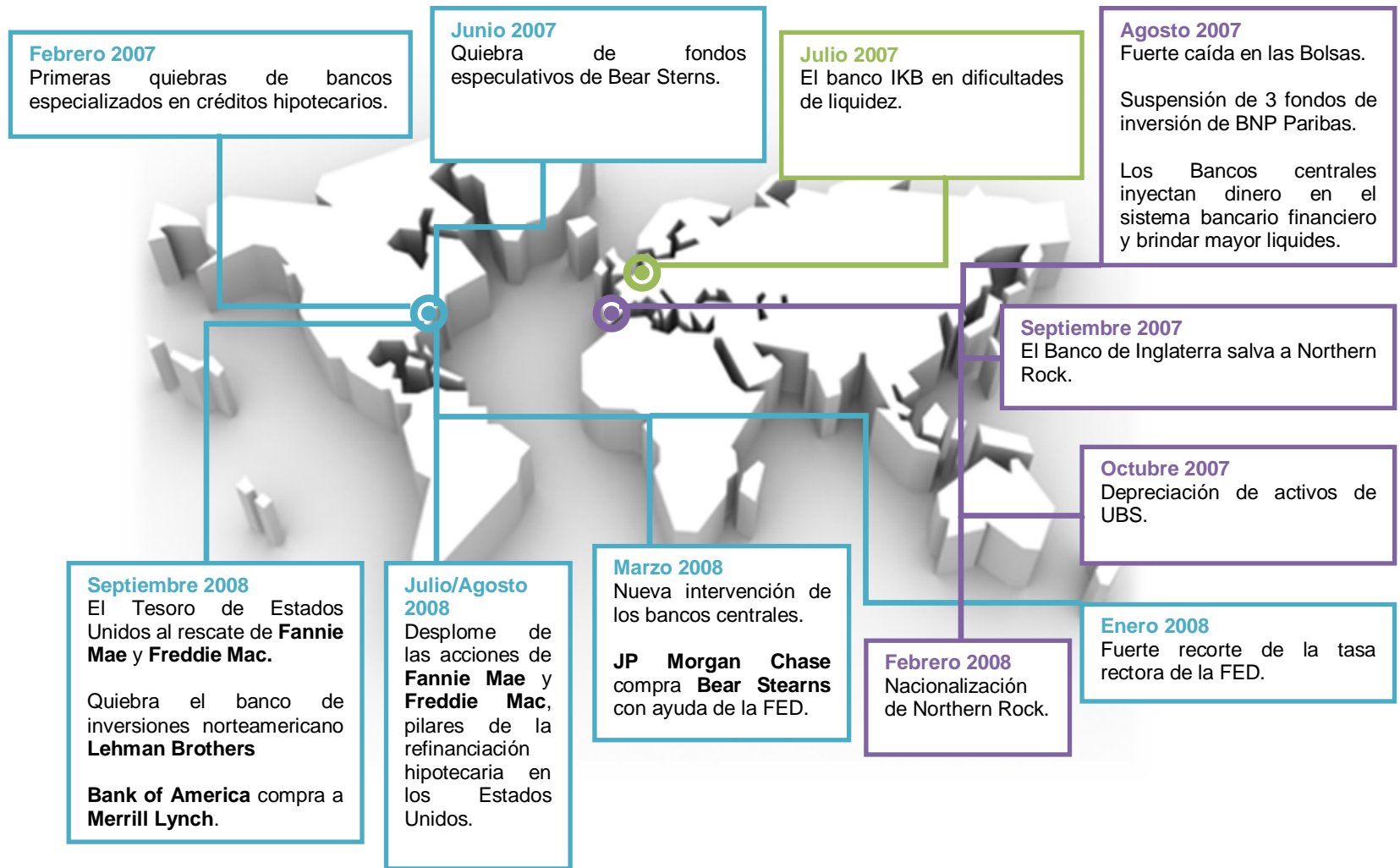
La economía salvadoreña se ve afectada durante la crisis pero no por el fenómeno de la especulación financiera.

### **Bolsa de Valores de Madrid, España:**

La bolsa de valores española atraviesa el mismo fenómeno que la NYSE, pues alcanza cifras extraordinarias de crecimiento durante los años previos a la crisis, periodo en el que se gesta la especulación financiera.

La bolsa de Madrid es parte del conjunto de bolsas europeas llamado Euronext, que está directamente relacionada con la NYSE, lo que convirtió a la bolsa española mucho más vulnerable a la especulación financiera.

### Anexo 3: Esquema Capítular II



Fuente: Elaboración Propia

## Anexo 4: Esquema Capitular III

### Gobierno de los Estados Unidos:

Para finales de 2008, El entonces Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Henry Poulson, se dirigió a los miembros del Congreso advirtiéndoles sobre la vitalidad de aprobar el Plan de rescate financiero de \$700,000 millones, para Septiembre del mismo año se aprobó dicho rescate para la banca financiera norteamericana.

### Gobierno de Alemania:

El Gobierno Alemán con el objetivo de estabilizar la situación de los mercados financieros, a finales de 2008 y principios de 2009 el Gobierno Federal, puso en marcha 2 multimillonarios paquetes de medidas de rescate para los bancos y 2 Amplios Paquetes coyunturales para el sector privado.

Además de aprobar paquetes de rescate para apalea la crisis en otros países de la zona Euro.

### Gobierno de El Salvador:

El Gobierno Salvadoreño, tomo ciertas medidas a través del BCR, hubo una inyección de liquidez a la economía, a través de la Estrategia de Liquidez Sistémica, ésta contemplaba 3 ejes:

La coordinación de los esfuerzos interinstitucionales,

La creación de mecanismos de asistencia, y

La obtención de recursos adicionales para fortalecer la posición del país, ante los efectos de la crisis

### Gobierno de España:

En España, diversas entidades bancarias fueron intervenidas por parte del Banco de España como fueron los casos de Caja Castilla La Mancha (CCLM), Cajasur, La Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM), entre otros. A 31 de marzo del año 2012 han sido siete las entidades intervenidas en España.

El Banco Central Europeo (BCE) inyectó la liquidez necesaria para solventar la crisis de desconfianza ocasionada en toda Europa. Según las cifras cuantificadas, desde el inicio de la crisis 2008 al 31 de diciembre de 2011, la banca europea recibió un monto de 1,6 billones de euros, y de ello España recibió el %16,86 de su PIB.

## Anexo 5: Entrevista



UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR  
FACULTAD DE JURISPRUDENCIA Y CC.SS  
ESCUELA DE RELACIONES INTERNACIONALES



### Guía de Entrevista a especialista en el área económica

**Retos y perspectivas frente al fenómeno de la especulación financiera en las bolsas de valores más representativas del mundo y en el mercado bursátil salvadoreño ante la crisis financiera del 2008**

#### **Objetivos:**

##### **General**

Analizar desde una cosmovisión de las Relaciones Internacionales como disciplina científica, el fenómeno de la especulación financiera respecto de su realidad en las bolsas de valores, con el fin de proporcionar insumos para la realización del trabajo de investigación 2012.

##### **Específico**

Conocer juicios de valor con relación al funcionamiento y comportamiento de las bolsas de valores de Nueva York, Frankfurt, Madrid y El Salvador, durante y después de la crisis 2008, por medio de la entrevista directa a especialista en el ramo económico.

#### **I. DATOS GENERALES**

**Nombre del entrevistado:** José Alfredo Marroquín Rendón

**Profesión:** Licenciado en Economía y Negocios

**Cargo que desempeña:** Senior del Sistema Financiero del Banco Central de Reserva de El Salvador, C.A



## II. SOBRE LA TEMÁTICA


### A) Generalidades

 **Por el comportamiento de los mercados, a su juicio ¿Cuáles son las condiciones básicas para que se desarrolle la especulación financiera?**

*R/ Existen 4 condiciones básicas: información asimétrica, que puede considerarse como información privilegiada para algunos; marco regulatorio; ciclo alcista; y estandarización.*


 **¿Las causas de la especulación en las bolsas de valores, son inherentes al sistema financiero o existen factores causales más específicos?**

*R/ Las causas se encuentran inherentes a la naturaleza humana, por tanto inherente al sistema de autorregulación.*

 **¿Es posible verificar el momento de especulación a través de las teorías Dow, o Elliott? si no es posible, ¿cómo se puede indagar la existencia de una actividad especulativa?**

*R/ Sinceramente desconozco a profundidad dichas teorías, pero he estado investigando y las relaciono con los movimiento de los ciclos...Es difícil determinar el comportamiento del ciclo, más si se quiere determinar el comportamiento del caso salvadoreño, cuya economía bancaria se traduce a un mercado de dinero, no es un mercado de capital, en su mayor parte funciona como reportos. Por lo tanto no hay especulación.*

### B) Estudio de casos


 **¿Cuál es su valoración respecto al funcionamiento de las bolsas de valores de Nueva York, Frankfurt, Madrid, El Salvador?**

*R/ En realidad hay ciertas particularidades de esas bolsas de valores, en las que no estoy especializado, pero, lo general de la bolsa de El Salvador, es que mantiene intermediarios como son las casas corredoras de bolsa...el marco legal no permite que funcionen de otra manera, ya está establecido, y por eso se afirmo que es un mercado que usa reportos para empresas que desean financiarse pero sin necesidad de vender sus activos; existen reportos de títulos públicos, se invierte en el secundario accionario...*

 **¿En qué nivel, la bolsa de valores de El Salvador (BVES) fue afectada por la crisis de 2008?**

*R/ La crisis para El Salvador, llegó con rezago porque el sistema financiero de El Salvador no es desarrollado, el crédito aquí no creció por temor al riesgo, los bancos estaban bastantes líquidos, pero no prestaron.... La bolsa es más bien comercial.*

 **¿Considera que el sistema de reportos en la BVES es un mecanismo pertinente para la fluidez del mercado?**


 **¿Cuál fue el rol en los Estados Unidos de los conglomerados financieros y las clasificadoras de riesgo durante la crisis 2008?**

*R/ Están para la misma autorregulación, los sistemas de calificación de riesgo hacen su rol, pero, la mayor crítica es que quienes pagan estas calificaciones son las empresas mismas que piden una calificación*

### **C) Apreciaciones**

 **¿Cómo valora el sistema de ponderación de las clasificadoras de riesgo?**


*R/*

 **¿Qué medidas se llevaron a cabo por el BCR de El Salvador para enfrentar los efectos de la crisis? ¿Y qué valoración merecen los resultados?**

*R/ La función del BCR en su normativa es la ayuda del crédito, inyectar liquidez, lo que hizo para la crisis se puede ver en el documento de labores n° 2010-01... en donde se compra un cartera de crédito por el riesgo... por ese riesgo, los bancos se guardaban su liquidez y el crédito se fue para abajo, no prestaban, y esto tiene que ver con la ausencia de un Banco de Desarrollo.*

 **A su consideración, ¿Debe o no existir una regulación en los Mercados de valores?**














*R/ Sí debe existir regulación, el BCR en cierta medida sirve de regulador, así como la Superintendencia en el mercado de valores...*

 **A su opinión, de haber una regulación en las actividades especulativas, ¿Quiénes y qué mecanismo se debe establecer para tal fin?**

*R/ En El Salvador, la Superintendencia debe poner reglas para que se divulgue la información, proponer límites, entre otros.*

## Bibliografía

-  Aguirre Botero, Yenny Catalina Mesa Callejas, Ramón Javier. *Lecciones de la crisis financiera internacional: el debate sobre la regulación financiera*. Semestre Económico 2009. <<http://redalyc.uaemex.mx/src/inicio/ArtPdfRed.jsp?iCve=165013651004>>
-  Banco Central de Reserva. *Memoria de labores 2010, ejercicio 77*. Regulación y monitoreo del sistema financiero. [http://190.120.10.43/db/libcat/edocs/978-99923-901-9-1\\_FORO.pdf](http://190.120.10.43/db/libcat/edocs/978-99923-901-9-1_FORO.pdf)
-  Banco Central de Reserva. *Memoria de labores 2011, ejercicio 78*. Estabilidad del sistema financiero. [http://www.bcr.gob.sv/esp/administrator/components/com\\_docestandar/upload/documentos/Memoria%20de%20Labores%202011.pdf](http://www.bcr.gob.sv/esp/administrator/components/com_docestandar/upload/documentos/Memoria%20de%20Labores%202011.pdf)
-  Bernanke, Ben S. *Risk Management in Financial Institutions*. Chicago, Illinois. May 15, 2008. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080515a.htm>
-  Bernanke, Bernie. *Financial Regulation and the Invisible Hand*, Conferencia en la Escuela de Leyes de la Universidad de Nueva York, New York. 11 de Abril, 2007
-  Blanco, Clemente Alfredo y Marroquín, José Alfredo. *Boletín Económico*. Banco Central de Reserva de El Salvador
-  Blog de la Crisis Financiera. *Citigroup paga a la SEC una multa de 285 millones de dólares por "engañar a sus clientes" durante la crisis de las hipotecas "subprime"*. <http://www.financial-toxic.com>
-  Bolsa de Valores de El Salvador [https://www.bves.com.sv/faq\\_details.php?id=267](https://www.bves.com.sv/faq_details.php?id=267)
-  Bolsa de Valores de El Salvador. *Las Calificadoras de Riesgo*. [https://www.bves.com.sv/faq\\_details.php?id=181](https://www.bves.com.sv/faq_details.php?id=181)
-  Bolsas y Mercados Españoles. *Informe del mercado del 2007*. <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/infmercado/2007/infmercado.htm>
-  Cava, José Luis. *El arte de especular: las pautas que mejor funcionan*. Autor-editor. Barcelona, 2006. <http://www.invertired.com/especular.pdf>


-  CEPAL (2009). *La reacción de los gobiernos de América Latina y el Caribe frente a la crisis internacional*. Santiago, CEPAL. <http://www.eclac.cl/prensa/noticias/comunicados/8/34848/2008-844-Lareacciondelosgobiernos-web.pdf>
-  Clarín, *Citicorp y Travelers forman el banco más grande del mundo*. 07 de abril de 1994. <http://edant.clarin.com/diario/1998/04/07/o-02601d.htm>
-  Comunicado del Eurogrupo. *Eurogroup statement on Spain*. 9 de Junio de 2012. [http://www.rtve.es/contenidos/documentos/comunicado\\_eurogrupo.PDF](http://www.rtve.es/contenidos/documentos/comunicado_eurogrupo.PDF)
-  COPADES. *El Salvador Evolución de la economía en el primer semestre, revisión del pronóstico de 2011 y perfil económico para el año 2012*. Informe Económico. Agosto 2011. <http://www.copades.com.sv/uploaded/content/category/1664675855.pdf>
-  Cypher, James. *La economía de Estados Unidos: ¿Hacia el precipicio en caída libre*. Ola Financiera, Número 3, mayo-agosto [www.olafinanciera.unam.mx](http://www.olafinanciera.unam.mx)
-  De Paz Nieves, Carmen; Mulas-Granados, Carlos. *Ajustes fiscales: alternativas y consecuencias*. Fundación IDEAS. 2012. [http://www.fundacionideas.es/sites/default/files/pdf/DD-Ajustes\\_fiscales-Alternativas\\_y\\_consecuencias.pdf](http://www.fundacionideas.es/sites/default/files/pdf/DD-Ajustes_fiscales-Alternativas_y_consecuencias.pdf)
-  Desiderio Pablo. *Teoría de ondas de Elliott*. Investigación y desarrollo. Bolsa de Comercio de Rosario. Programa de formación 2002
-  Deutsche Börse Group, Annual Report 2006. <http://deutsche-boerse.com>
-  Deutsche Börse Group, Annual Report 2006. En: <http://deutsche-boerse.com>
-  Deutsche Börse Group. *Annual Report 2007*. En: <http://deutsche-boerse.com>
-  Fitch Centroamérica. *Preguntas frecuentes* [http://www.fitchca.com/preguntas\\_frecuentes.php](http://www.fitchca.com/preguntas_frecuentes.php)
-  Fitch group. *Orígenes*. [http://www.fitchratings.com.ar/sobre\\_fitch\\_presentaciones.php](http://www.fitchratings.com.ar/sobre_fitch_presentaciones.php)
-  Fondo Monetario Internacional. *Perspectivas de la economía mundial. Desbordamientos y ciclos de la economía mundial*. Washington, Fondo Monetario Internacional, abril. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/01/esl/sums.pdf>


-  Francfort, Agencias. *La Bolsa alemana cerrará el mercado tecnológico en 2003*. Cinco Días, 2002 [http://www.cincodias.com/articulo/mercados/bolsa-alemana-cerrara-mercado-tecnologico-2003/20020927cdscdimer\\_8/](http://www.cincodias.com/articulo/mercados/bolsa-alemana-cerrara-mercado-tecnologico-2003/20020927cdscdimer_8/)
-  Frankfurter Societäts-Medien Gmb H. *La actualidad de Alemania*. 2011 <http://www.tatsachen-ueber-deutschland.de/es/economia/main-content-06/el-modelo-de-exito-de-la-economia-social-de-mercado.html>
-  Frenkel, Roberto. *Globalización y crisis financieras en América Latina*. Revista de la CEPAL 80. Agosto 2003. <http://www.eclac.cl/publicaciones/xml/2/15562/lcg2204e-Frenkel.pdf>
-  Galbraith, Kenneth J. *Breve Historia de la Euforia Financiera*. Ariel, Barcelona, 1991 [http://www.fundacionideas.es/sites/default/files/pdf/DD\\_Crisis\\_financiera\\_y\\_rescates\\_bancarios\\_en\\_Europa-Ec.pdf](http://www.fundacionideas.es/sites/default/files/pdf/DD_Crisis_financiera_y_rescates_bancarios_en_Europa-Ec.pdf)
-  International Monetary Fund (2009). *World Economic Outlook. Crisis and recovery*, IMF. Washington, april. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/>
-  El periódico económico de negocio internacional. *Lehman Brothers desata el pánico financiero y cierra su filial española*. Empresa exterior. Año IV.Nº 133. 22 de septiembre de 2008. p 20. <http://www.empresaexterior.com/phocadownload/revista/emex/spain/emex-133.pdf>
-  Macedo, Marco Antonio. Farhi, Maryse.: *Crisis Financiera Internacional: Contagio y Respuestas Regulatorias*. Revista Nueva Sociedad N.224, Nov/Dic 2009
-  Machinea, Jose Luis. *La Crisis Financiera Internacional: su Naturaleza y los desafíos de la política económica*. Revista CEPAL Nº 97, Abril 2009
-  MACHINEA, José Luis. *La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica*. Revista CEPAL # 97, abril 2009. <http://www.cepal.org/publicaciones/xml/7/35847/rve97machinea.pdf>
-  Maldonado, Manuel E. *Consecuencias económicas de la especulación financiera*. La Prensa, Nicaragua, Edición 22310. <http://archivo.laprensa.com.ni/archivo/2001/marzo/14/economia/economia-20010314-09.html>


-  Mandel, Michael. *German and French banks got \$36 billion from AIG Bailout*. Bloomberg Businessweek . Marzo 2009. <http://www.businessweek.com>
-  Manjón, Pedro. *España pide un rescate para la banca y el Eurogrupo le concede hasta 100.000 millones*. <http://www.rtve.es/noticias/20120609/eurogrupo-abordara-situacion-financiera-espana-reunion-telefonica-esta-tarde/534201.shtml>
-  Maroto, Reyes; Mulas-Granados, Carlos; Fernández, Jonás. *Crisis financiera y rescates bancarios en Europa: Ideas sobre el caso español*. Fundación IDEAS. Madrid. 2012.
-  Medina, Fernando. *Asunto: Los Tulipanes*, 1999. [perso.wanadoo.es/sauki/bolsa/historia/tulipanes.pdf](http://perso.wanadoo.es/sauki/bolsa/historia/tulipanes.pdf)
-  Molina Díaz, Elda. *El mercado de derivados*. Centro de Investigaciones de Economía Internacional.
-  Molina Hurtado, Peter. *El debate interparadigmático de las relaciones internacionales: 1970-1989*. Revista Venezolana de Ciencias Políticas Nº 37 Enero-Junio 2010 Pp. 14-16. <http://www.saber.ula.ve/bitstream/123456789/34710/1/articulo1>.
-  NG Serena. Mollenkamp Carrick. *Goldman Fueled AIG Gambles*. Wall Street Journal. 12 de Diciembre, 2009.
-  Nye, Joseph; Robert Keohane. *Power and Interdependence: World Politics in Transition*. Little, Brown and Company (1989).
-  Organización Internacional del Trabajo; International Institute for labour studies. *Estudios sobre crecimiento con equidad, Alemania, un enfoque centrado en el empleo*. [http://www.ilo.org/public/english/bureau/inst/download/germany\\_es\\_s.pdf](http://www.ilo.org/public/english/bureau/inst/download/germany_es_s.pdf)
-  Pérez, Cristina. *La crisis en España: cronología desde 2008*. <http://www.rtve.es/noticias/20120605/crisis-espana-cronologia-desde-2008/533400.shtml>
-  Pozzi, Sandro. *El especulador John Paulson ganó casi 3.700 millones en 2010*. Nueva York, Enero de 2011 En: [http://elpais.com/diario/2011/01/29/economia/1296255607\\_850215.html](http://elpais.com/diario/2011/01/29/economia/1296255607_850215.html)
-  Restrepo E., María Isabel Restrepo O., Diana Constanza. *Inestabilidad financiera y regulación: una reseña a partir de la crisis financiera de 2008 Perfil*


de *Coyuntura Económica*. 2009, (Agosto-Sin mes)  
<http://redalyc.uaemex.mx/src/inicio/ArtPdfRed.jsp?iCve=86112206002>


 Revista de Bolsas y Mercado Españoles. *Estadísticas Septiembre 2011*.  
<http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revistaOnLine/index.htm>


 S/N. Noticia: *España usará solo 60.000 millones del total del préstamo para recapitalizar la banca*. <http://www.abc.es/20120827/economia/abci-rescate-bancario-guindos-201208270911.htm>


 S/N. *Spam masivo dispara compra de valores en la bolsa alemana*. Noticiasdot, junio 2007 <http://www.noticiasdot.com/wp2/2007/06/21/spam-masivo-dispara-compra-de-valores-en-la-bolsa-alemana/>

 Santos Miranda, Máximo; Calvo Hornero, Antonia. *Evolución de la banca española e italiana ante la crisis financiera mundial*. UNED. Departamento de Economía Aplicada. Madrid. 2012. P.2. <http://xivrem.ujaen.es/wp-content/uploads/2012/05/14-R-040M403.pdf>


 Secretaría Técnica de la Presidencia. *Plan Global Anti-Crisis*. San Salvador, 19 de Junio de 2009.  
<http://www.umoar.edu.sv/biblio/planificacion%20economica%20y%20social/planes%20funes/PlanGlobalAnticrisis.pdf>

 Torres, Héctor R. *La bancarrota de la teología de la desregulación financiera*. 2010. <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-bankrupt-theology-of-financial-deregulation/spanish>


 Tristan, Sergio et al. *Citigroup*. Otoño 2002. En:  
<http://www.mcafee.cc/Classes/BEM106/Papers/UTexas/351/Citigroup.pdf>


 Vives, Xavier. *La crisis financiera y la regulación*. IESE Business School, Universidad de Navarra, Septiembre 2010

 Wall Street Journal: <http://online.wsj.com/article/SB124386244318072033.html>

 Zingales, Luigi, *El Capitalismo después de la Crisis*. Estudios Públicos, Edición 119, 2009

### Videos y Multimedia

 *Una arquitectura internacional para después de la Crisis*. En:  
[www.youtube.com/watch?v=VKYHeXVA9k](http://www.youtube.com/watch?v=VKYHeXVA9k)

 Ferguson, Charles. *Documental: Inside Job*. Sony Pictures Classics. Estados Unidos. 2010. Duración 105 min