



**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y  
EMPRESARIALES**

**ANÁLISIS Y COMPARATIVA DE LAS  
VARIABLES MACROECONÓMICAS Y  
FINANCIERAS QUE PROPICIARON LAS  
RECESIONES ECONÓMICAS DE 1929, 1987 Y  
2008**

Autor: Eduardo García-Oliveros Serrano

Director de TFG: Javier Márquez Vigil

Madrid  
Junio 2015

Eduardo  
García-Oliveros  
Serrano

**ANÁLISIS Y COMPARATIVA DE LAS VARIABLES  
MACROECONÓMICAS Y FINANCIERAS QUE PROPICIARON LAS  
RECESIONES ECONÓMICAS DE 1929, 1987 Y 2008**



## ÍNDICE

Abstracto/Abstract.....	Pág.4
1. Introducción.....	Pág.4
2. Concepto de crisis económica.....	Pág.6
3. Descripción de las principales variables presentes en estas recesiones.....	Pág.7
3.1. Descripción de las principales variables macroeconómicas influyentes.....	Pág.8
3.1.1. PIB (Producto Interior Bruto).....	Pág.8
3.1.2. Tasa de inflación.....	Pág.9
3.1.3. Tasa de desempleo.....	Pág.9
3.1.4. Tipos de interés.....	Pág.10
3.2. Descripción de las principales variables financieras influyentes.....	Pág.11
3.2.1. Liquidez.....	Pág.11
3.2.2. Apalancamiento financiero.....	Pág.11
3.2.3. Renabilidad financiera.....	Pág.12
3.2.4. Tipo de cambio.....	Pág.12
4. Análisis de las crisis económicas: qué sucedió y qué causas las generaron.....	Pág.14
4.1. Gran Depresión de 1929.....	Pág.14
4.1.1. ¿Qué sucedió?.....	Pág.14
4.1.2. Causas de la Gran Depresión de 1929.....	Pág.16
4.2. Crisis Económica de 1987.....	Pág.23
4.2.1.¿Qué sucedió?.....	Pág.23
4.2.2. Causas de la crisis económica de 1987.....	Pág.27
4.3. Crisis Económica de 2008.....	Pág.30
4.3.1. ¿Qué sucedió?.....	Pág.30
4.3.2. Causas de la crisis económica de 2008.....	Pág.35
5. Las cuatro variables comunes a las tres recesiones.....	Pág.41
5.1. Comportamiento irracional en el mercado.....	Pág.41
5.2. Facilitación crediticia y prestataria por parte de los bancos.....	Pág.41
5.3. Trading y gestión incorrecta de productos derivados.....	Pág.42
5.4. Problemas de liquidación.....	Pág.42
6. Conclusión.....	Pág.43
7. Referencias.....	Pág.47

## **Abstracto**

El objetivo de este trabajo consiste en el claro entendimiento del concepto de crisis económica, acompañado por una definición de las variables macroeconómicas y financieras que causan la misma, así como de una relación de estas variables con las crisis de 1929, 1987 y 2008. Una vez hecho esto, se extrapolarán las variables comunes a las crisis antes mencionadas, para poder concluir con lecciones que las instituciones a nivel macroeconómico y financiero deben aprender, con el fin de minimizar tanto como sea posible los daños del impacto negativo que futuras crisis económicas puedan acarrear a nivel mundial.

## **Abstract**

The objective of this work consists of the deep understanding of the term of economic crisis, accompanied by a set of definitions of the macroeconomic and financial variables that cause an economic crisis, plus a clear relationship of these variables with the economic crisis of 1929, 1987 and 2008. Once we have this, we will extrapolate the variables that are common to the crisis mentioned before, in order to conclude with a set of lessons that macroeconomic and financial institutions must bear in mind, so that the negative impact of future economic recessions globally talking, could be minimized as much as possible.

## **1. Introducción**

A lo largo del siglo XX y comienzos del siglo XXI, una de las principales preocupaciones a nivel mundial y de las cuales todavía no se han encontrado, ni se encontrarán soluciones perfectas para poder evitarlas, son las recesiones económicas. A lo largo de la historia de la humanidad, y sobretodo durante los últimos cien años, se han producido diferentes recesiones económicas, de mayor o menor grado, y en base a unos u otros factores, que han producido escándalos a nivel social, cultural, económico y político. El objetivo de este trabajo es realizar un análisis de las variables financieras y macroeconómicas que propiciaron las crisis económicas de 1929, 1987 y 2008, con el fin de encontrar variables negativas comunes a las tres y así poder sacar una serie de conclusiones.

Para llegar al objetivo de encontrar variables comunes a las tres recesiones y ver cómo se puede actuar para minimizar los daños que éstas producen a las economías a nivel nacional y mundial, es imprescindible analizar objetivamente qué ocurrió en cada una de estas recesiones, y que variables intervinieron. Por ello, primeramente se explicará el concepto de recesión económica en profundidad, para poder entender el contexto general sobre el análisis en cuestión. Seguidamente, se procederá a explicar todas y cada una de las variables a nivel macroeconómico y financiero que estuvieron presentes en todas, o algunas, de estas tres recesiones. Algunas de las variables macroeconómicas a analizar incluyen: PIB, tasa de inflación, tasa de desempleo, tipos de interés. En cuanto a las variables financieras se podrán destacar: liquidez, endeudamiento, rentabilidad o la evolución de las tasas de cambio (moneda nacional vs. moneda extranjera). Después, se realizará un análisis en detalle de todas y cada una de las tres recesiones económicas mencionadas con anterioridad: ¿qué pasó exactamente en cada una de ellas? ¿qué variables a nivel macroeconómico propiciaron al desarrollo de la misma? ¿qué variables a nivel financiero impulsaron a dichas recesiones? ¿existe alguna relación entre ellas? ¿por qué? ¿qué variables son consideradas como causas de cada una de estas recesiones?

Una vez hecha esta descripción detallada, se procederá al siguiente punto del trabajo: la recopilación de variables comunes a estas tres recesiones. En este apartado se sacará, principalmente, una serie de *takeaways* del apartado anterior, en el cual se intentarán extrapolar las variables comunes a las tres o a dos de las recesiones, para así poder concluir con una serie de lecciones aprendidas de estas recesiones en el último bloque.

Una vez descrita a nivel general la estructura del trabajo, hay que recalcar la importancia que tiene entrar más en detalle respecto a los ciclos de crisis económica, ya que son fenómenos que afectan a la humanidad negativamente en todos los aspectos. La necesidad de investigación respecto a este tipo de variables, entre muchas otras, es una de las tareas pendientes en el mundo financiero para el siglo XXI. No obstante, y visto desde una manera objetiva y realística, no existe ninguna solución perfecta, ni ninguna fórmula exacta para solventar este problema ya que las variables que influyen en el nacimiento de estas recesiones son miles y totalmente diferentes tanto a nivel geográfico, como político y económico. Sin embargo, si nos remontamos a la historia y a la evolución de estas recesiones, analizando con cuidado cómo se propiciaron y por qué, es muy probable que se puedan obtener conclusiones que ayuden a minimizar esos daños y, sobretodo, a prevenir con mayor efectividad el nacimiento de las mismas.

## **2. – Concepto de crisis económica**

El concepto de crisis económica es más amplio de lo que parece y es importante señalar unos cuantos matices en cuanto a su definición se refiere.

A nivel general, el concepto de crisis económica se puede definir como “una situación en la que se producen cambios negativos importantes en las principales variables económicas, y especialmente en el PIB y el desempleo” Uxó (n.d.). Siguiendo esta definición, podemos continuar con Uxó (n.d.) para especificar los diferentes grados existentes en una crisis económica, que son:

- Desaceleración: la tasa de crecimiento se mantiene por encima de cero, sin embargo hay una reducción dentro de la misma.
- Recesión: se puede hablar de este fenómeno cuando las tasas de crecimiento se sitúan por debajo de cero durante, al menos, 2 trimestres consecutivos y siempre respecto al trimestre del año anterior. Un ejemplo claro es el ocurrido en la crisis de 2008 donde, durante el desarrollo de este año, las tasas empezaron a reducirse pero estando con cifras superiores a cero (desaceleración), y durante el último trimestre de ese mismo año y el primero del siguiente las tasas pasaron a ser negativas (-0,7% durante el último trimestre de 2008, y -3% durante el primer trimestre de 2009).
- Depresión: este fenómeno ocurre cuando el estado de recesión se alarga de manera continuada y, a su vez, las tasas de crecimiento siguen reduciéndose cada vez más. El ejemplo más claro es el de una de las crisis que vamos a analizar más adelante: La Gran Depresión que experimentó Estados Unidos en la década de los 30, generada por el crack bursátil de 1929.

No obstante, es importante diferenciar el término de “crisis económica” del término “crisis financiera”, ya que los dos presentan muchas similitudes, pero a su vez, muchas diferencias.

El concepto de crisis financiera puede definirse como “una situación en la que un país sufre una crisis económica que no tiene su origen en la economía real del país, sino que está asociada a problemas del sistema financiero o del sistema monetario” Paúl, (n.d.). Por tanto, se puede concluir que el concepto de crisis financiera es un tipo de crisis económica en función del origen: a diferencia de otros tipos de crisis, la crisis financiera deriva de problemas relacionados con el sistema financiero y/o el sistema monetario.

Como en el caso anterior, es importante recalcar los diferentes tipos de crisis financieras que se pueden encontrar. Siguiendo una vez más a Paul, (n.d.), podemos dividir los tipos de crisis financieras en tres categorías:

- Crisis cambiarias: este fenómeno ocurre cuando existe un movimiento especulativo en contra de una moneda, dando lugar a una fuerte depreciación de la misma. En estos casos, las autoridades monetarias están obligadas a tomar acción, bien subiendo de manera brusca los tipos de interés, o bien acudiendo al uso de un gran número de reservas centrales.
- Crisis bancarias: este hecho ocurre cuando los bancos alcanzan situaciones extremadamente negativas tales como quiebras o retiros a gran escala de depósitos bancarios, dando lugar a la intervención de las autoridades que intervienen en gran medida para evitar que estas situaciones mencionadas puedan suceder.
- Crisis de deuda externa: fenómeno por el cual un país determinado no tiene recursos suficientes para hacer frente a la deuda que tiene con el exterior, tanto soberana como privada.

Así pues, una vez entendidos en profundidad los conceptos de crisis económica y crisis financiera, se podrá entender más adelante la relación que estos dos conceptos tienen con cada una de las tres recesiones a analizar. Cada una de estas tres recesiones tienen, de alguna manera, variables en común tanto a nivel macroeconómico como a nivel financiero que intentaremos encontrar a lo largo de la tesis, con el fin de ver alternativas a través de las cuales se pueden tener más en cuenta y, por consiguiente, minimizar los daños a nivel nacional e internacional que éstas pueden provocar.

### **3. Descripción de las principales variables presentes en estas recesiones**

Una vez dada una introducción y una imagen general del concepto de crisis económica, se realizará, en este bloque, una lista de definiciones en relación a las variables macroeconómicas y financieras que influyeron en cada una de las crisis. Aunque cabe resaltar que unas tienen más peso que otras, es importante la explicación teórica de las mismas para que la comprensión del siguiente bloque de este trabajo, que consiste en la descripción de lo sucedido en cada crisis financiera y en el análisis de las causas que propiciaron las mismas, se entienda con claridad y pueda realizarse un claro vínculo de

variables con su recesión correspondiente. Estas variables, tanto a nivel financiero como a nivel macroeconómico, han sido seleccionadas en función de su grado de influencia en cada una de las crisis a analizar, lo que no quiere decir que no existan otras variables secundarias que también hayan podido entrar en juego.

### **3.1 Descripción de las principales variables macroeconómicas influyentes**

#### **3.1.1. PIB (Producto Interior Bruto)**

El concepto del PIB es muy amplio y fundamental entre las variables de una economía. Por ello, es importante entender el concepto y las diferentes maneras a través de las cuales se puede medir esta variable. Para ello, nos apoyamos en Callen, (2008):

El PIB es simplemente una medida del valor monetario de los bienes y servicios finales producidos en un determinado país, y en un momento determinado. Además de productos y servicios finales presentes en el mercado, el PIB tiene en cuenta también producción no considerada “de mercado”, como es el caso de sistemas de defensa o educación financiada por el gobierno. Una variable de este concepto es el PNB, o producto nacional bruto, que cuenta toda la producción de los residentes de un país. Si por ejemplo, una empresa española tiene una subsidiaria en Italia, el PNB español tendrá en cuenta la producción de la misma, al igual que el PIB italiano. Existen tres maneras de calcular el PIB según Callen (2008):

- i) Orientación a los niveles de producción: es la diferencia entre la cantidad total de ventas y todos los costes presentes en todas y cada una de las etapas intermedias de producción. Por ejemplo, el neumático es un producto intermedio, y el coche un producto final.
- ii) Orientación a los niveles de gasto: es la suma del valor de las transacciones realizadas por el consumidor final. Por ejemplo, el consumo de electricidad, bebidas o servicios de ocio por parte de las familias, o la inversión en edificios por parte de las entidades corporativas.
- iii) Orientación a los niveles de ingreso: suma de los ingresos provenientes de la producción, como pueden ser los sueldos que reciben los trabajadores.

### 3.1.2. Tasa de inflación

Al igual que con el Producto Interior Bruto, es importante también entender el concepto de inflación y sus diferentes tipos de medidas. Según un informe oficial del Banco de México, en colaboración con el Fondo Monetario Internacional, se explica claramente el significado de esta variable y sus distintas opciones de medida (Inflación: causas, consecuencias y medición, 2012).

La inflación hace referencia al incremento constante de los precios de los bienes y servicios de una economía. Para analizar la evolución de los precios a lo largo de un periodo determinado se utilizan los llamados índices de precios. Para que el cálculo de los índices de precios sea óptimo, es importante determinar un conjunto de productos específicos teniendo en cuenta el nivel significativo de cada producto dentro del grupo, y estudiar los métodos más precisos para medir los movimientos y cambios en la evolución de los precios de cada producto. Los índices más comunes son los índices de Laspeyres y de Paasche (Inflación: causas, consecuencias y medición, 2012):

- i) Índice de Laspeyres: es el índice más práctico de los dos. Básicamente determina el gasto para comprar un grupo fijo de productos, teniendo en cuenta que los precios de cada producto varían en el tiempo.
- ii) Índice de Paasche: este índice es, quizás, un poco más complejo a la hora de llevarlo a la práctica ya que, para este caso en concreto, los grupos de productos se renuevan en cada intervalo de tiempo. Esto daría lugar a una renovación continua de los grupos y, en consecuencia, a un método más laborioso de medir la inflación con precisión.

### 3.1.3. Tasa de desempleo

La tasa de desempleo es, por definición, el porcentaje de personas activas que buscan trabajo pero no lo encuentran. Los problemas relacionados con este concepto, se separan en dos tipos: la tasa natural de desempleo, más a largo plazo, y el desempleo cíclico, con visión más a corto plazo (Universidad de Cantabria, n.d.).

En el caso de España, por ejemplo, las personas mayores de 16 años ya son consideradas aptas para trabajar. Según el Instituto Aragonés de Estadística (n.d), todas las personas que cumplan estas características se clasifican en:

- Activos, que a su vez se dividen en ocupados (personas con empleo), y parados (personas que buscan su primer trabajo o trabajaron con anterioridad).
- Inactivos, donde incluiremos estudiantes, jubilados, gente con discapacidades, etc.
- Resto de la población, que a su vez se subdivide en personas que trabajan, y personas que no trabajan.

#### 3.1.4 Tipos de Interés

Los tipos de interés pueden ser considerados a nivel macroeconómico, como una de las variables principales que influyen de manera directa en el desarrollo de la economía y la evolución de los mercados a nivel nacional e internacional. Instituciones como la Reserva Federal o el Banco Central Europeo ajustan estas variables cuando es necesario en función de cómo se desarrolle la economía y para ajustar otras variables como la inflación, y los niveles de oferta y de demanda entre otros. Unos malos ajustes de dicha variable pueden tener un impacto muy grande y negativo en el desarrollo de una economía, ya que afecta, directa o indirectamente, a un gran número de variables a nivel financiero y macroeconómico.

Para entrar más en detalle, seguiremos a Delgado (2013), que realiza una clara definición de este concepto y explica cuáles son los tipos más comunes a nivel financiero. La tasa de interés se puede resumir como el valor del dinero. De alguna manera, el interés es la parte que se da o que se recibe por el hecho de dejar dinero a un tercero por un periodo determinado de tiempo, siendo éste un mero porcentaje de la cantidad prestada, teniendo en cuenta la inflación y la rentabilidad que se espera. Según fórmula Delgado (2013), existen tres categorías de interés:

- Interés simple: es el beneficio de un capital en concepto de préstamo o inversión que no se incluye al principal, con el fin de producir nuevos intereses. En el caso de un inversor, es el conjunto de pagos que éste recibe por dejar su dinero en manos de una institución financiera. En el caso de un deudor, se refiere a la anulación del conjunto de pagos en un espacio de tiempo específico, en relación al monto que pidió en su momento.
- Interés real: similar a al interés simple solo que no tiene en cuenta los niveles de inflación. De esta manera, se puede definir como la tasa de interés simple menos la tasa de inflación anual. Esta tasa es positiva cuando la tasa de interés es superior a la tasa de inflación. De forma opuesta, es negativa.

- Interés compuesto: en este caso, los intereses se acumulan periodo a periodo, dando lugar a un beneficio del capital donde los intereses se determinan en base a dicho capital, y en base a los intereses que se van acumulando.

## **3.2 Descripción de las principales variables financieras influyentes**

### **3.2.1 Liquidez**

El concepto de liquidez es muy general y tiene diferentes matices en función de las diferentes categorías que el mismo concepto abarca. Según Baena (2008), el concepto de liquidez se desglose en tres grupos:

- Liquidez de mercado: variable que mide la rapidez y efectividad con las que se ejecutan diferentes transacciones en el mercado sin que se produzcan variaciones de precios. Así pues, en un mercado considerado muy líquido, los precios nunca caerán de forma brusca, sea cual sea la liquidación ejecutada.
- Liquidez de fondos: variable que mide la habilidad de una empresa financiera para captar todo el efectivo que le sea posible en cada momento, y así pues realizar las operaciones que se propone, y pagar sus obligaciones a tiempo.
- Liquidez agregada: este tipo de liquidez es sinónimo de oferta monetaria. En otras palabras, esta categoría responde a la pregunta de cuánto dinero hay en la economía.

### **3.2.2. Apalancamiento financiero**

Yépes (2006), explica cómo el apalancamiento financiero se puede comparar con un claro concepto de física: una palanca y su correspondiente punto de apoyo. Según el autor, esta variable financiera es comparable con la de una palanca compuesta por dos brazos. Por un lado, el brazo de deuda financiera, y por otro lado, el brazo de los recursos propios de una empresa, que están compuestos por su capital y las reservas.

Aunque pueda parecer un concepto sencillo, esta variable financiera tiene mucha repercusión durante épocas de recesión y de crisis económicas, ya que sus niveles aumentan de forma casi exponencial durante estos periodos, y disminuyen en épocas de crecimiento. Así pues, al analizar las causas en el siguiente bloque de este análisis, se podrá comprobar cómo cada vez las empresas, y sobre todo los bancos de inversión que tuvieron ciertos

problemas de supervivencia, especialmente durante la crisis comenzada a mediados de 2007, van dependiendo más y más de la deuda como método de financiación, al ver cómo sus recursos propios van disminuyendo poco a poco con pérdidas de capital cada vez más significativas (Yépes, 2006).

### 3.2.3. Rentabilidad financiera

La rentabilidad financiera se puede definir como la “habilidad de una empresa para crear riqueza a favor de sus accionistas” Sánchez, (1994).

A su vez, Fernández, (n.d.) explica este concepto más en profundidad y clasifica los diferentes tipos de rentabilidad financiera en términos de riesgo:

La rentabilidad financiera es el beneficio neto conseguido por los accionistas, por cada unidad monetaria que se ha invertido en la empresa. También conocido como “Return on Equity” o ROE, este ratio indica que, en caso de estar al 35%, la empresa ha ganado un beneficio de 35 euros por cada 100 invertidos. En términos de riesgo, la rentabilidad financiera se divide en:

- Rentabilidad financiera esperada: es la división resultante entre la esperanza del resultado antes de intereses, quitando los gastos financieros, y los recursos propios de la compañía, compuestos principalmente por capital y reservas.
- Riesgo financiero: se centra en determinar las oscilaciones en términos de resultados estimados por los socios de una compañía, debido al nivel de endeudamiento que pueda tener la misma. Esta variable se calcula dividiendo la oscilación del resultado antes de intereses, calculado mediante el uso de la desviación típica, entre la suma total de los recursos propios de la empresa.

### 3.2.4. Tipo de cambio

Otro claro indicador financiero que presenta movimientos bruscos en la entrada a recesiones y, posteriormente, a crisis económicas, son los tipos de cambio. Así pues, los países donde se originan crisis económicas a nivel nacional que luego se expanden por el resto de continentes, tienden a manifestar una clara devaluación de su moneda respecto al resto. Este factor se extiende, más adelante, a otras monedas a medida que se expande una crisis de carácter económico más allá de los niveles nacionales de un país. Esta devaluación general de las monedas afecta a la economía en general, alterando los niveles de oferta y demanda,

así como la participación en otros mercados diferentes al de la moneda, como puede ser el de la renta variable, la renta fija, opciones y futuros, e incluso al de las materias primas.

Jiménez (2012) explica detalladamente este concepto, así como las distintas categorías que se pueden encontrar dentro del mismo:

El tipo de cambio se puede definir como la cantidad de unidades de moneda doméstica por unidad de moneda extranjera. En el mercado de divisas, suele haber dos tipos de cambio para cada par de monedas con valores diferentes. Esta diferencia es lo que se conoce como diferencial o “*spread*”, y hace alusión a los beneficios que tienen los bancos y distintas instituciones financieras cuando hacen trading de moneda. Estos dos tipos de cambio son:

- Tipo de cambio de compra o “bid rate”: precio que el banco quiere pagar por la moneda.
- Tipo de cambio de venta o “ask rate”: precio al que el banco quiere vender la moneda.

En función de los lugares donde se realiza la compraventa de monedas, existe otra clasificación de los tipos de cambio:

- Tipo de cambio bancario: es el promedio ponderado de las transacciones diarias en el sistema bancario.
- Tipo de cambio interbancario: hace alusión a la cotización de oferta y demanda de la moneda americana en relación con las transacciones entre las distintas instituciones bancarias.
- Tipo de cambio informal: se saca a partir de la oferta y la demanda del mercado informal de divisas. Normalmente, este tipo de documentos es generado por la empresa Reuters.

## **4. Análisis de las crisis económicas: qué sucedió y qué causas propiciaron las mismas**

### **4.1 Gran Depresión de 1929**

#### **4.1.1. ¿Qué sucedió?**

##### **4.1.1.1. Origen del stock crash en Estados Unidos**

Todo comienza a principios del verano de 1929, cuando la economía estadounidense comienza un periodo de contracciones con pequeñas interrupciones hasta marzo de 1933, y de la cual el país no se llegó a recuperar totalmente hasta 1939. El valor total de los productos y servicios de la nación, también conocido como Producto Interior Bruto (PIB), cayó desde 104 billones de dólares en 1929, hasta 55 billones en 1933, causando por tanto una drástica bajada del 30% del PIB, e interrumpiendo por más de una década la tendencia alcista a lo largo de la historia a incrementar poco a poco el nivel de producción per cápita. En cuanto a la producción industrial, hubo un desplome de más del 50%, que no dio señales de crecimiento hasta principios de 1932 (Holley et al. 2014)

Las estadísticas en relación con el desempleo trajeron por consiguiente números demasiado preocupantes. En 1929, el Ministerio de Trabajo estadounidense anunció una cuantía de casi 1.500.000 de personas desempleadas, lo que suponía un 3.1% de la tasa de desempleo. En 1933 esta tasa cobra su punto más alto, alcanzando un número superior a los 12.500.000 de parados, superando así el porcentaje escalofriante del 25%. En cuanto a la renta nacional, pasó en 1933 de estar en 878 billones de dólares a los 402 billones. La agricultura, posiblemente reconocida como la industria más afectada por esta catástrofe económica, paso de tener una renta acumulada de 11'9 billones a los 5.3 billones en 1933 (Holley et al. 2014).

##### **4.1.1.2. Expansión a Europa y al resto del mundo**

(Crisis Económica, n.d.), explicó en detalle la rápida expansión a nivel internacional y los más y menos afectados por esta crisis:

El impacto de la crisis en Estados Unidos fue tal, que rápidamente se expandió a nivel mundial. Uno de los factores por los que la crisis se extendió rápidamente, fue el hecho de que Estados Unidos fuera una de las primeras potencias económicas. El hecho de tener actividades de inversión repartidas por todo el mundo, en zonas como Europa, América

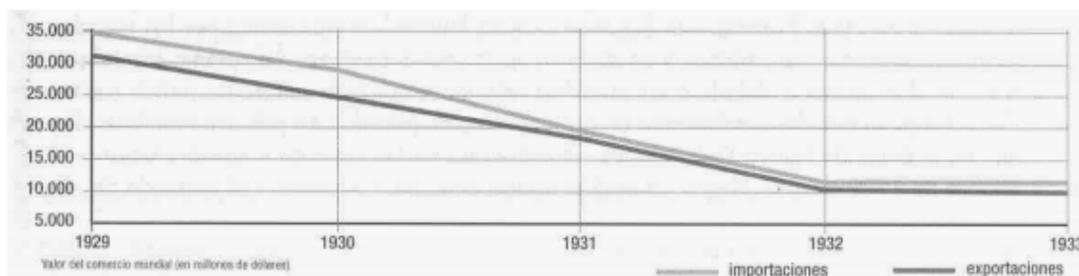
Central y América del Sur principalmente; fue un claro determinante de esta rápida expansión (Crisis Económica n.d.).

Es importante destacar que, a más grado de dependencia capitalista respecto a Estados Unidos, más probabilidades había de que el impacto negativo de la crisis afectara a esos países dependientes. En este caso, Austria y Alemania fueron las principales víctimas, mientras otros como Gran Bretaña y Francia se vieron menos afectados (Crisis Económica n.d.):

- Alemania: la influencia del crack del 29 beneficia el ascenso de Hitler al poder. Las corrientes negativas que venían de Estados Unidos hicieron que el *Reichstag* rechazara las nuevas políticas presupuestarias planteadas por el gobierno y este, a raíz de lo ocurrido, eliminara por completo el *Reichstag*, convocara elecciones y Hitler, junto a su partido nacionalsocialista, se alzara con el poder (Crisis Económica, n.d.).
- Austria: *Kredit Anstalt*, el banco más grande del país, con más de dos tercios del capital privado nacional, suspende pagos en mayo de 1931. La sociedad austriaca comienza a temblar (Crisis Económica n.d.).
- Francia: quizás fuera el país menos influenciado por el crack del 29. La economía francesa a principios del siglo XX estaba todavía poco desarrollada, y el sector de la agricultura, que fue el más afectado a nivel general, estaba muy bien repartido por todo el país. Por ello, los países con menos diversificación, tenían más riesgo de ser sacudidos por esta depresión, ya que el hecho de depender de menos productos, hacía que el impacto negativo fuera aún mayor (Crisis Económica n.d.).
- Gran Bretaña: también quedó menos afectada debido a dos principales razones. En primer lugar, la riqueza que tenía el país en oro durante esa época era muy grande, lo cual fortalecía mucho su moneda y por tanto la protección ante amenazas de economías externas. Esto no quiere decir que la libra no se devaluara, que lo hizo, sino que en comparación con otras monedas, la devaluación fue relativamente de menor grado. En segundo lugar, el poder de comercio y diversidad de productos con los que fluía la economía británica con otros países era tan extenso y variado, que la corriente negativa que venía de Estados Unidos no le afectó a gran escala (Crisis Económica n.d.).

En el gráfico presentado a continuación se puede apreciar la evolución en cuanto a exportaciones e importaciones a nivel mundial durante los primeros años de la recesión (1929-1933) en Estados Unidos.

Figura 1: Evolución de los intercambios comerciales entre 1929 y 1933 en EEUU



**Evolución de los intercambios comerciales entre 1929 y 1933.**

Fuente: basado en (Crisis Económica, n.d.)

En el gráfico mostrado, se puede apreciar un claro descenso tanto de las importaciones como de las exportaciones durante los primeros años de la recesión, pasando de números comprendidos entre los 30 y 35 billones de dólares, hasta alcanzar pobres cifras que rondaban los 10 billones. También se puede ver cómo las diferencias puntuales entre los niveles de importación y exportación se van aproximando cada vez más, hasta llegar a diferencias mínimas y sin variaciones a partir de 1932. Estos números mantendrían niveles estables y de crecimientos mínimos hasta ya avanzada la segunda mitad del siglo XX, debido a la sucesión de otros eventos catastróficos como la II Guerra Mundial o el Comienzo de la Guerra Fría.

#### **4.1.2. Causas de la Gran Depresión de 1929**

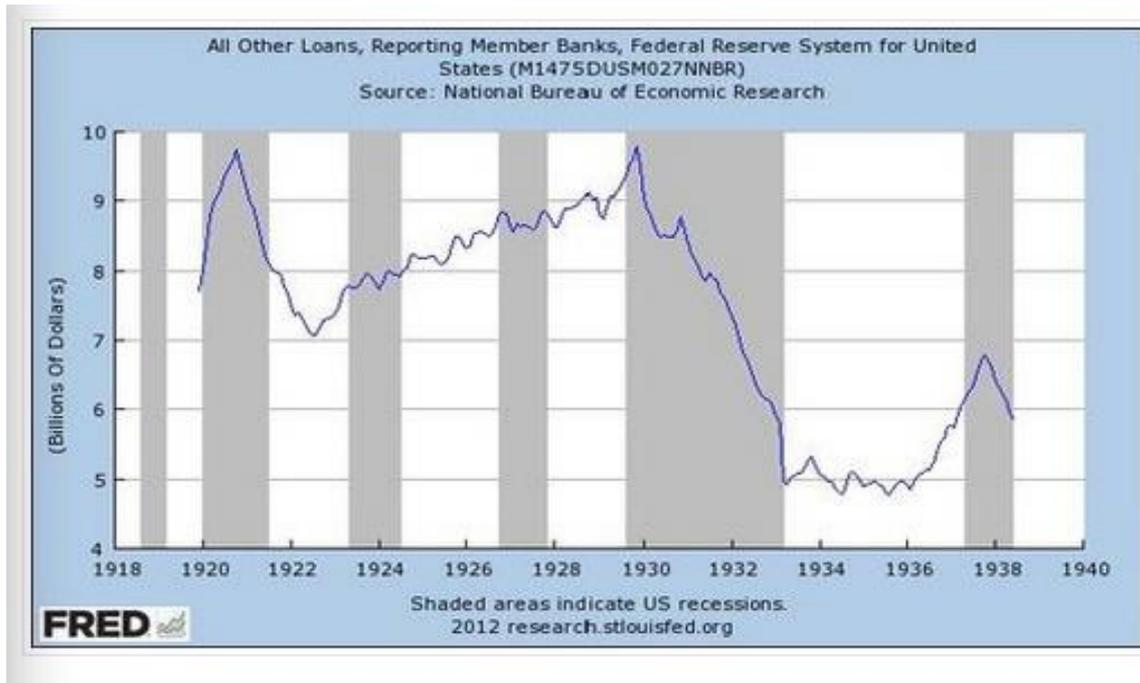
Pettinger (2012) recapituló las principales causas de la Gran Depresión de 1929 en 6 secciones que se explican con detalle a continuación:

##### **4.1.2.1. Estallido de la burbuja crediticia**

En la década de los 20, el rápido crecimiento de la economía americana y la gran actividad en el mercado financiero, incitó a los inversores a pedir dinero a los bancos para invertir en acciones. Esto dio lugar al rápido crecimiento de los créditos y préstamos bancarios en el

país americano. Por consiguiente, el nivel de endeudamiento de la población empezó a crecer y a crecer hasta que, en 1929, con el estallido de la Gran Depresión, se generó una corriente de tensión y pánico por vender todas las acciones compradas y por liquidar tantas deudas como fuera posible (Pettinger, 2012)

Figura 2: Cantidad de dinero facilitada por los bancos en concepto de préstamos en EEUU entre 1918 y 1940



Fuente: basado en (National Bureau of Economic Research, citado por Pettinger, 2012)

Tal y como se describe en la figura número 2, la cantidad de dinero facilitada por los bancos a principios de los años 20, concretamente a partir de 1922, manifiesta la facilidad con la cual diferentes entidades financieras proporcionaban diferentes créditos y préstamos a los consumidores. Estas cantidades de dinero, que pasan de los 7 billones de dólares a casi los 10 billones (alrededor de un 30% de crecimiento) en 8 años, indica cómo los niveles de créditos bancarios tocan techo, causando un desplome de hasta un 50% entre 1930 y 1933. Estos niveles tardaron mucho en recuperarse, ya que diferentes eventos ya mencionados con anterioridad, tales como la Segunda Guerra Mundial o la Guerra Fría, impidieron una clara recuperación de la economía hasta ya avanzada la segunda mitad del siglo XX.

#### 4.1.2.2. Exceso de compras de acciones a préstamo

Esta segunda causa está muy relacionada con la anterior: a raíz de los altos niveles de compras a crédito y de las facilidades prestatarias por parte de los bancos, nacieron las compras de acciones a préstamo. La compra de acciones a préstamo consistía, simplemente, en que un comprador de acciones pagaba entre un 10 y un 20 por ciento del valor de la misma adquiriendo de forma prestada el 90 y 80 por ciento de este valor respectivamente (Pettinger, 2012).

Cuando las cantidades de dinero invertidas en un mercado de acciones incrementan, los precios de las mismas tienden a subir. Teniendo en cuenta que los bancos facilitaban dinero constantemente, los inversores se aprovecharon de esta situación a base de pedir dinero para invertirlo en acciones, creando así un marco poco realista del mercado de renta variable y de la situación crediticia del país, que se iba “inflando” poco a poco hasta llegar a unos niveles en 1929, que dieron lugar al estallido de la bolsa (Pettinger, 2012).

La gran actividad de compras de acciones a préstamo dio lugar a que un gran número de inversores ganara grandes cantidades de dinero, a base de pedir créditos a los bancos, invertirlos, y viendo cómo los precios de las acciones subían debido al incremento de la actividad en el mercado. Finalmente, este marco poco realista terminó en 1929, cuando el crack de la bolsa dio lugar a que todas esas ganancias se desplomaran, dejando tanto a inversores como a instituciones bancarias, en estados financieros bastante preocupantes (Pettinger, 2012).

#### 4.1.2.3. Euforia Irracional

Continuando con Pettinger (2012), otra causa que incitó al estallido del mercado en 1929 fue el marco irrealista que se implantó, la irracionalidad de los inversores y distintos participantes en el mercado, y la exuberancia en el comportamiento de los mismos. Tal y como se mencionaba en el apartado 4.1.2.2., la población compraba acciones con el fin de ganar más y más dinero. A medida que los precios de las acciones incrementaban, los niveles de dinero pedido a los bancos incrementaron también, para así poder invertir aún más en el mercado de renta variable. Este continuo crecimiento de los precios, dio lugar a que los inversores creyeran que debían seguir invirtiendo, sin tener en cuenta que los precios

de las acciones no estaban correlacionados con los ingresos potenciales de las mismas. Esta falta de correlación fue debida a que la gran actividad en los mercados y la actitud de los inversores estaba marcada por el optimismo y la exuberancia irracional de los mismos, sin basarse en ningún tipo de principio o fundamento económico regido por la razón. Esto dio lugar a que el beneficio por acción, conocido como “*earning per share*”, aumentará un 400% entre 1923 y 1929.

En octubre de este último año, las acciones estaban, en su inmensa mayoría, excesivamente sobrevaloradas. El 24 de Octubre, también conocido como “Jueves Negro”, dio lugar a que muchas empresas presentaran resultados muy por debajo de las expectativas de los analistas, dando lugar a que los inversores dieran un cambio en su actitud y empezaran a liquidar todas sus ganancias. Por tanto, fue esta fecha donde se produjo un verdadero punto de inflexión, los precios de las acciones empezaron a bajar, y el miedo creado por el hecho de tener que vender acciones rápidamente, hizo que estos precios bajaran todavía de manera más brusca (Pettinger, 2012).

Líderes de la banca de inversión intentaron aliviar este pánico y reencaminar a los inversores hacia la actitud activa de compra que habían tenido anteriormente en los mercados. JP Morgan fue uno de ellos donde, aún realizando una compra masiva de acciones para intentar realzar los precios, el pánico generado entre los inversores estaba demasiado avanzado como para poder remediarlo. Cinco días después, en el también conocido como “Martes Negro”, los precios de las acciones bajaron 40 billones de dólares, dando lugar a un desplome de las acciones en 1930 de un 90%. Fue a partir de aquí cuando el mercado pasó de ser considerado “bull market”, mercado activo donde los precios suben y tienen la esperanza de seguir subiendo, a “bear market”, mercado menos activo, donde los precios tienden a bajar y las expectativas a futuro son negativas (Pettinger, 2012).

Figura 3: Evolución de los ratios de *Earnings Per Share* respecto a los precios de las acciones cotizadas en el S&P500 entre 1920 y 1950



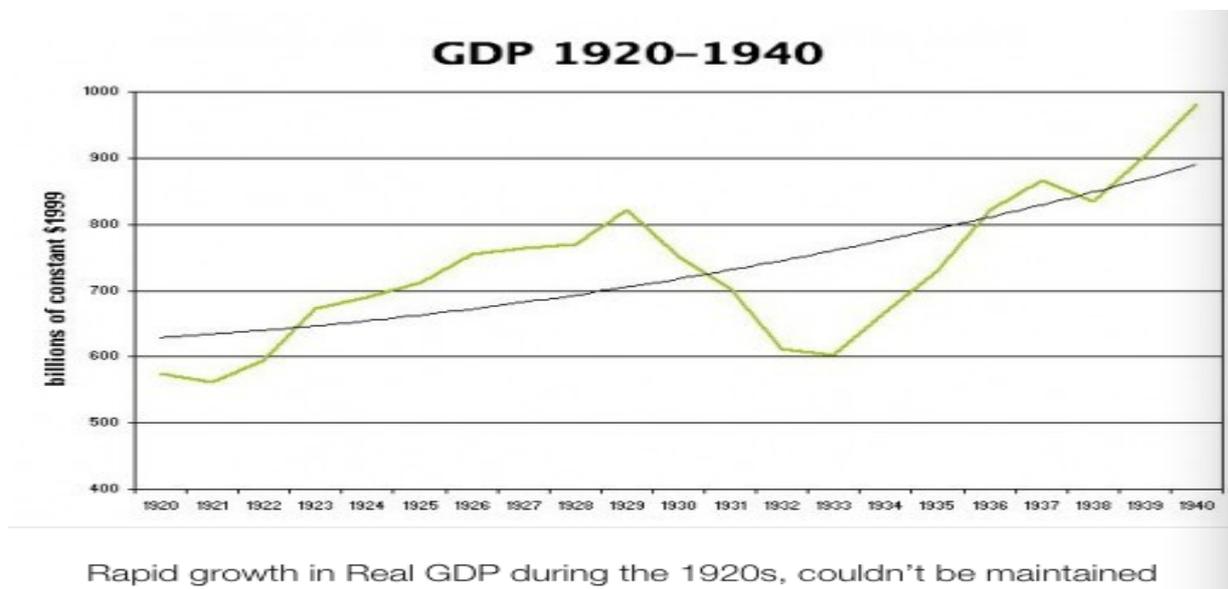
Fuente: basado en (bnarchives.net, citado por Pettinger, 2012)

El gráfico de arriba presenta una evolución de los precios respecto al beneficio por acción. Tal y como se puede comprobar, entre los años 1923 y 1930 se produce un aumento en la diferencia puntual entre estos dos valores, estando el beneficio por acción muy por encima del precio. Este incremento del beneficio por acción refleja un amento del 400% del mismo durante 1923 y 1929, explicando el marco irracional del mercado durante estos años, la poca correlación entre el precio de la acción y sus ingresos potenciales reales, y la mentalidad poco objetiva y activa de los inversores por solicitar dinero a los bancos con el fin de comprar y comprar acciones con la falsa esperanza de que el precio de la acción iba a seguir subiendo de manera indefinida.

#### 4.1.2.4. Desequilibrio en la producción y el consumo

Continuando con el análisis de Pettinger (2012), durante la década de los veinte, los niveles de producción crecieron a pasos de gigante, especialmente en determinadas industrias como la del automóvil, dando lugar a una mayor aparición de economías de escala. No obstante, a finales de esta década, la demanda por este tipo de productos entre otros, se estancó, dando lugar a que numerosas empresas empezaran a tener problemas para vender todos los productos que habían producido. Estas dificultades para vender productos fue lo que causó que los resultados de las empresas a finales de la década de los veinte estuvieran muy por debajo de las estimaciones de los analistas, dando lugar a una bajada brusca, e inesperada para muchos, de los precios de las acciones. La euforia irracional explicada durante el apartado anterior fue tan grande que, aún con los primeros avisos que daba la economía en 1929 respecto a la bajada de ventas de automóviles, de producción de acero y la desaceleración de la construcción de viviendas, los inversores seguían con su actitud activa, comprando acciones de manera irracional y sin tener en cuenta lo que iba a suceder en cuestión de meses.

Figura 4: Crecimiento del PIB americano entre 1920 y 1940



Fuente: basado en (Pettinger, 2012)

El gráfico de arriba muestra cómo el producto interior bruto del país se disparó, sobretudo, durante la década de los 20, pasando de los 600 a los 800 billones de dólares en tan sólo seis años. Este incremento está directamente asociado con la extrema actividad de los mercados,

los masivos niveles de producción y consumición y, en general, con el marco poco realista de la economía americana durante la década de los 20 donde todas las personas tenían una falsa creencia del significado del dinero, pensando que éste sería un recurso ilimitado por mucho tiempo.

#### 4.1.2.5. Gran recesión en el sector agrario

El sector de la agricultura empezó a dar sus primeros indicios negativos antes del crack de 1929. El rápido crecimiento de determinadas industrias como la del automóvil durante esta época, dio lugar a que la actividad agraria se empezara a estancar y muchos de los negocios en el sector agrario desaparecieron. Aunque el avance de la tecnología daba lugar a métodos de producción y oferta más eficientes, los niveles de demanda no mejoraban al mismo ritmo. Con ello, los precios bajaron, y los ingresos de los agricultores se desplomaban poco a poco. Los agricultores, y en general todos los trabajadores de este sector que se quedaban sin empleo, tuvieron dificultades para encontrar trabajo en otras áreas, quedándose así desempleados durante largos periodos de tiempo debido a que sus perfiles estaban centrados en la agricultura, y la movilidad de empleo entre sectores en aquella época era muy limitada (Pettinger, 2012).

#### 4.1.2.6. Debilidades en el sistema bancario

Durante la década de los 20, la economía americana estaba caracterizada por tener un alto porcentaje de empresas pequeñas y medianas que, sumado a los 30.000 bancos existentes en ese momento, daba lugar a que la probabilidad de quiebra de los mismos aumentara debido a las numerosas operaciones de crédito y de préstamos presentes, así como al número de depósitos que se realizaban. De hecho, la causa explicada en el apartado anterior respecto a la recesión agraria, dio lugar a que muchos de los bancos situados en zonas rurales entraran en bancarrota a finales de la década de los 20 y, entre 1923 y 1930, hubo un derrumbe de hasta 5.000 bancos en todo el país americano (Pettinger, 2012).

## **4.2 Crisis económica de 1987**

### **4.2.1. ¿Qué sucedió?**

Carlson (2006), miembro del comité de gobernantes de la Reserva Federal de Estados Unidos, explica muy brevemente lo ocurrido a finales de 1987:

El 19 de octubre de 1987, los mercados de renta variable, futuros y opciones se desplomaron de la noche a la mañana, causando una caída del S&P500 de más del 20%. Una de las peculiaridades de este “batacazo” financiero no se debe únicamente al brusco desplome de los mercados financieros en sí, sino también al sobreuso de los sistemas de trading que conllevaron al colapso de los mismos bajo condiciones jamás vistas. Sumándole a este problema la bajada general de precios, la crisis empeoró mucho más aún. Las limitaciones de los sistemas de trading en la banca estadounidense hizo que muchos de ellos fueran incapaces de procesar más de una transacción a la vez, lo que hizo que muchos inversores adoptaran rápidamente *risk averse behaviors* o lo que es lo mismo, comportamientos más prudentes y con menos tendencia a afrontar riesgos en cuanto a sus inversiones se refiere.

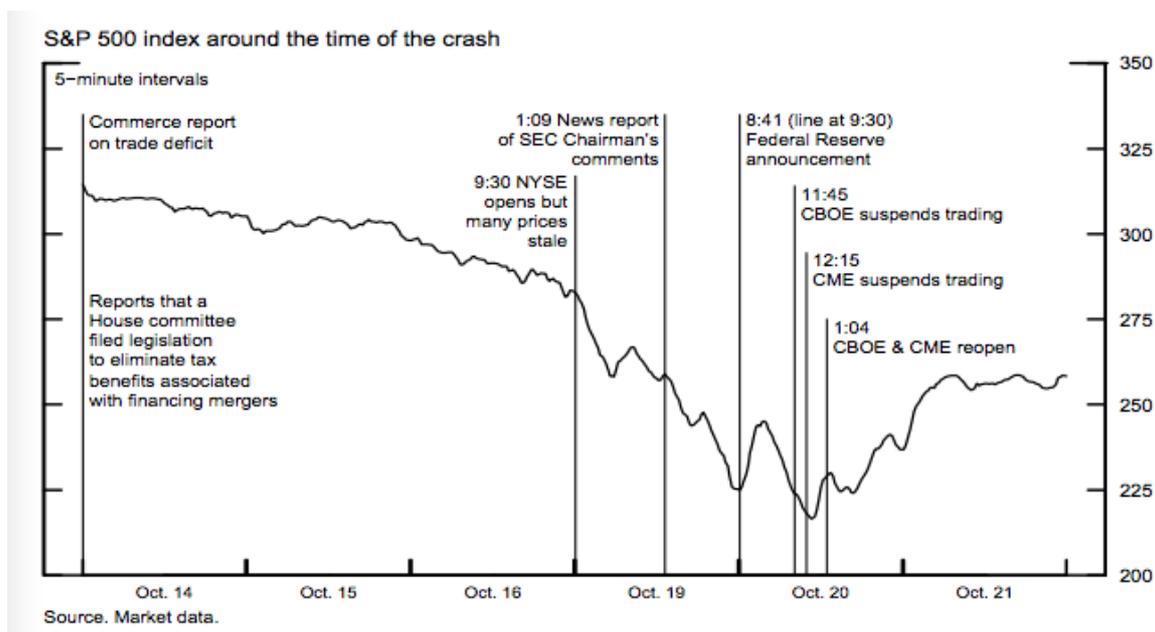
#### El estallido del mercado en 4 días

##### 14 de octubre de 1987

Dos eventos clave indicaron un avance de lo que iba a suceder en el mercado a lo largo de lo que quedaba de semana. En primer lugar, un montón de compañías bancarias tales como JP Morgan, Goldman Sachs, o Morgan Stanley entre otras, afirmaron públicamente estar en desacuerdo con los métodos y objetivos legislativos que estaba aplicando la Cámara de Representantes de Estados Unidos en base a la eliminación de beneficios fiscales provenientes de fusiones financieras (Securities and Exchange Commission Report 1988, p.3-10, citado por Carlson,2006). En segundo lugar, se anunció una clara sobrevaloración del déficit comercial en agosto de ese mismo año por parte de la Cámara de Comercio americana. En consecuencia a esta última noticia, las expectativas respecto a posibles ajustes relacionados con la política monetaria y fiscal por parte de la Reserva Federal aumentaron, además de producirse una bajada brusca del valor del dólar (Wall Street Journal 1987b, citado por Carlson,2006).

En el gráfico que se muestra a continuación, se puede observar cómo, una vez subidos los tipos de interés por la Reserva Federal, la presión de los precios de las acciones del mercado baja, llevando por consiguiente junto a otras variables, a una bajada drástica del S&P500 en cuestión de 6 días.

Figura 5: Evolución del S&P 500 entre el 14 y el 21 de octubre de 1987



Fuente: basado en (Market data, citado por Carlson 2006)

En el gráfico de arriba se puede apreciar también cómo las noticias respecto al déficit comercial y la eliminación de beneficios fiscales en concepto de fusiones financieras dan lugar al comienzo de la caída de la bolsa S&P500, que continúa hasta el 20 de octubre donde empieza a subir de nuevo con la reapertura del Chicago Board Options Exchange y del CME, considerados como unos de los principales mercados de productos derivados en EEUU y a nivel mundial, especializados en el trading de opciones y futuros. Este gráfico es importante incluirlo en el bloque del 14 de octubre para poder tener una idea general de lo que iba a suceder en los siguientes días con respecto al estallido del mercado financiero americano.

### 15 de octubre de 1987

Al día siguiente, los mercados de renta variable continuaron reduciendo sus números. Este descenso provino en parte del ambiente de presión y estrés entre diferentes instituciones financieras, sobretudo fondos de pensión, y también entre inversores independientes, en los

cuales se vio un traslado de sus estrategias de inversión, pasando de un enfoque centrado en acciones, a un enfoque más encaminado a la inversión en bonos de menos riesgo (Wall Street Journal 1987c, citado por Carlson, 2006). Finalmente, cabe destacar que el nivel de actividad no cesó en ningún momento del día, ya que el número de transacciones fue alto a lo largo del mismo, desde que abrió, hasta que cerró la bolsa a las 4 de la tarde horario neoyorquino (Brady Report 1988, p.21, citado por Carlson, 2006).

### 16 de octubre de 1987

Durante el último día de la semana, diferentes variables técnicas propiciaron la continua preocupación, ansiedad y declive de los mercados financieros americanos. Gran cantidad de opciones de renta variable expiraron durante este día. La razón de esta gran cantidad de expiraciones fue debida a que muchas opciones “at-the-money” (el *strike price* o precio del ejercicio es igual al precio subyacente, siendo el tipo de opción que más actividad promueve en el mercado de opciones) fueron eliminadas con el fin de que los inversores cambiarán sus estrategias a otras más enfocadas a posiciones de cobertura. Debido a esto, gran cantidad de inversores aumentaron la actividad de los mercados de futuros, principalmente hacia la venta de los mismos, como un modo de implantar estrategias de cobertura y protegerse de la caída de los precios de las acciones. (Brady Report 1988,p.12, citado por Carlson 2006).

Debido al incremento de actividad de los mercados de futuros, se empezaron a notar significantes discrepancias de precios entre los valores de stocks de otra bolsa de Nueva York conocida como NYSE (New York Stock Exchange) y los valores de renta variable en el mercado de futuros. Así pues, diferentes traders especializados en arbitraje se aprovecharon de esta situación mediante la compra de futuros y venta de acciones, transmitiendo por consiguiente menos presión a mercados de valores como el NYSE (Brady Report 1988, p.12, citado por Carlson 2006).

Una vez se cerró el mercado, los números lo decían todo: el S&P500 había experimentado una bajada semanal de más del 9%. Esta bajada fue, hasta el momento, una de las mayores bajadas que se habían producido a lo largo del siglo XX en el mercado americano y a nivel mundial, incitando de alguna manera la futura agitación en los mercados que iba a presentarse la semana siguiente (Wall Street Journal 1987d, citado por Carlson, 2006). La semana tan negra para el mercado americano se podía resumir en tres hechos fundamentales. Primero, en las aseguradoras, los gestores de carteras de valores no experimentaron buenos momentos al ceñirse a modelos equivocados basados en una venta mayor tanto de acciones

como de futuros (SEC Report,1988,p. 2-10, citado por Carlson, 2006). Segundo, diferentes fondos de inversión inmobiliarios tuvieron que afrontar gran cantidad de pagos y sufrieron gran necesidad de vender tantas acciones como les fuera posible (Brady Report 1988, p.29, citado por Carlson 2006). Tercero y último, el extremo crecimiento de la actividad y el volumen de ejecuciones en los mercados de futuros hicieron que, en algunos de ellos como en el caso del Chicago Mercantile Exchange (CME), gran cantidad de traders se reunieran los sábados para tratar de fijar posiciones y reordenar holdings como fuera posible (Wall Street Journal 1987d, citado por Carlson 2006).

#### Lunes, 19 de octubre de 1987

El inicio de semana se caracterizó, principalmente, por el retraso en la apertura de los mercados de valores, dando lugar a muchos especialistas a no empezar su actividad durante la primera hora de mercado. Una vez abiertos, la diferencia entre el número de ventas y compras era tremendo, siendo éste último mucho menor que el primero (Wall Street Journal, 1987e, citado por Carlson 2006). Al contrario que los mercados de valores, los mercados de futuros abrieron en hora y con altos volúmenes de actividad. Una vez los mercados de valores comenzaron su actividad, los precios bajaron considerablemente y numerosos traders especializados en arbitraje se dieron cuenta de que habían vendido cantidades de títulos muy por debajo de lo que esperaban y, por consiguiente, intentaron cubrir sus posiciones mediante la compra de valores en el mercado de futuros. Esta situación, aunque generó malentendidos en el mercado, dio lugar a una recuperación leve de los precios, tal y como se puede apreciar en la figura 4 antes mostrada. Durante la última hora y media de actividad en el mercado, los títulos de renta variable continuaron desplomándose drásticamente, y el número de transacciones de venta seguía muy por encima de las transacciones de compra: nadie quería mantener lo que tenía, porque sabían que eso llevaría a perder más y más dinero. Una vez cerrados los mercados se dieron resultados de la actividad de cada una de las bolsas. Entre ellas, el Dow Jones Industrial Average, S&P500 y Wilshire 500 bajaron alrededor de un 20% (Brady Report 1988, p.21, citado por Carlson 2006), mientras que el S&P500 de futuros bajó a niveles cercanos al 30% respecto al día anterior (SEC Report 1988, p. 2-12, citado por Carlson 2006).

Por otro lado, el hecho de haber una sobre actividad en el mercado de futuros o una alta tendencia a posiciones de venta, dio lugar a la saturación de muchos de los sistemas de ejecución de transacciones. En el caso del NYSE, se crearon malentendidos entre traders de

diferentes productos financieros, ya que muchas ejecuciones llevaban retrasos de más de una hora. A su vez, también se generaron malentendidos entre distintos inversores, ya que no sabían si determinadas órdenes habían sido ejecutadas, o de si se debían establecer nuevas limitaciones (Brady Report 1988, p.21, citado por Carlson 2006).

#### **4.2.2. Causas de la crisis económica de 1987**

La crisis económica de 1987 tiene en común muchas cosas con la Gran Depresión y con la crisis financiera de 2008, entre otras cosas, el desplome tan brusco de la bolsa de renta variable.

Itskevich (2002) explica las principales causas que propiciaron esta crisis ocurrida ya hace más de 25 años:

El crack de 1987 marcó el final de lo que fue conocido como el final de un periodo de 5 años de “bull market”, concepto explicado anteriormente que hace referencia a un mercado activo donde los precios suben y tienen esperanza de seguir subiendo, donde la bolsa del Dow Jones subió de los 776 puntos en agosto de 1982 a los 2.722´42 en agosto de 1987. La gran diferencia con respecto a la Gran Depresión de 1929, es que la bolsa se recuperó al día siguiente, ganando más de 100 puntos en la bolsa y casi 200 el jueves 22 de octubre de 1987. La recuperación completa de la bolsa duró solamente dos años cuando, en septiembre de 1989, el mercado cobró el mismo valor que el que tenía antes del estallido de la bolsa en 1987. El crack de la bolsa en 1987 dio lugar a la creencia de que se iba a entrar en una recesión. Sin embargo, el crack se produjo mayoritariamente a nivel de mercado, ya que las acciones respecto a políticas monetarias y fiscales tomadas por la Reserva Federal minimizaron la expansión de la tragedia a otras ramas de la economía (Itskevich, 2002).

En cuanto a las principales causas de este estallido de la bolsa se encuentran:

##### 4.2.2.1 El trading incorrecto de productos derivados

Uno de los principales puntos a los cuales se apuntó con el estallido de la bolsa fue el intercambio y trading de títulos entre mercados de acciones y mercados de opciones y futuros. En el primero de los mercados, había personas que simplemente compraba acciones, en el segundo, había personas que compraban derechos de compra y venta de acciones a precios determinados. Es este el motivo por el cual, las opciones y los futuros, son considerados productos derivados, ya que su valor varía en función de los movimientos en

los precios de las acciones. Una de las principales instituciones encargadas de analizar las causas de esta crisis, conocida como la Comisión Brady, afirmó, años más tarde, que la principal causa que originó el estallido fue ésta: la incorrecta sintonía que hubo entre el mercado de acciones y el mercado de opciones y futuros (Itskevich, 2002).

#### 4.2.2.2. Colapso de los sistemas informáticos

Otro de los problemas fue la limitación técnica de los programas informáticos que procesaban todas las operaciones y transacciones de carácter financiero. Este fenómeno, conocido como “*computer trading*” o “*program trading*”, consistía en que estos programas realizaban automáticamente órdenes de compraventa de acciones cuando se producían nuevas tendencias en el mercado. Muchos de estos programas no procesaban las órdenes al ritmo deseado, causando ineficiencias y retraso en el procesamiento de operaciones, lo que sumaba otro problema añadido a lo que ya estaba ocurriendo: la ineficiencia en los mercados de renta variable, futuros y opciones (Itskevich, 2002).

#### 4.2.2.3. Problemas de liquidación

Durante los primeros días del estallido del mercado, la ineficiencia antes citada de los sistemas informáticos llegó a tales niveles que, de forma inesperada, se produjera un colapso de todas las órdenes de ventas originadas, en gran medida, en el mercado de renta variable. El 19 de octubre, un gran número de transacciones no se acabaron de procesar debido a la falta de actividad que se produjo en el New York Stock Exchange, donde diferentes vendedores intentaron deshacerse de acciones que sabían que iban a seguir cayendo, pero la falta de compradores hizo que el movimiento de operaciones continuara sin avanzar. Probablemente, la falta de liquidación dio lugar a que se produjeran estas caídas en los precios, debido a que los inversores habían sobreestimado los niveles de liquidez. No obstante, las malas noticias debido a la falta de liquidez que recibieron los inversores en los mercados de renta variable, futuros y opciones no explica el por qué de la venta masiva de acciones en periodos de tiempo tan reducidos (Itskevich, 2002).

#### 4.2.2.4. El comercio americano y el déficit presupuestario

El 14 de octubre, antes de que se produjera todo el estallido, se anunció de manera oficial el tremendo déficit presupuestario que presentaba en esos momentos la economía americana. Esto dio lugar a que el Secretario de la Tesorería estadounidense, James Baker, propusiera una caída del dólar en el mercado de cambio de divisas. Este ajuste dio lugar a que los inversores extranjeros, con miedo a la devaluación de la moneda americana, apartaran gran parte de su dinero de activos marcados por esta divisa, dando lugar a un incremento acentuado de los tipos de interés (Itskevich, 2002).

Según un gran número de fuentes, se cree que este déficit presupuestario que se produjo durante el tercer cuarto de 1987, pudo hacer pensar a los inversores que fue la causa de la brusca bajada de las acciones americanas en comparación con otros productos financieros. No obstante, es importante preguntarse que, si el déficit presupuestario americano fue la principal causa del desplome del mercado de renta variable, ¿cómo es posible que el mismo movimiento descendente de este tipo de mercado se produjera también en otros continentes, y en especial el europeo? Es probable que si los movimientos inesperados del déficit presupuestario fueran malas señales para Estados Unidos, fueran a su vez no tan malas señales para otros países (Itskevich, 2002).

#### 4.2.2.5. La inversión en bonos como otra posible alternativa

El interés que marcaban los bonos a largo plazo pasó del 7.6% a principios de 1987, a casi el 10% durante el verano anterior al colapso del mercado americano. Esta subida de interés fue otra de las causas que hicieron que se redujera la actividad en los mercados de renta variable, y propulsaran un cambio en la actitud de numerosos inversores, que pasaron de invertir en renta variable, a hacerlo en productos de renta fija (Itskevich, 2002).

#### 4.2.2.6. Sobrevaloración de títulos financieros

A finales del verano de 1987, diferentes analistas estaban de acuerdo en que los precios de las acciones estaban totalmente sobrevalorados. Los ratios de precio/beneficio y precio/dividendo eran excesivamente altos: a lo largo de la historia, el ratio precio/ganancias nunca sobrepasaba el 15/1, mientras que en octubre de 1987, este mismo ratio en el S&P500 estaba a niveles de 20/1, lo que explicaba una clara sobrevaloración de las acciones

cotizadas. Sin embargo, esta causa es menos potente que las demás ya que, aún estando estos ratios a niveles de máximos históricos, ratios similares han estado presentes durante periodos donde no se ha presenciado ningún colapso financiero a gran escala, como es el caso del intervalo entre 1960 y 1972 (Itskevich, 2002).

### **4.3 Crisis económica de 2008**

#### **4.3.1. ¿Qué sucedió?**

##### **4.3.1.1. Primeros indicios del boom inmobiliario**

La crisis financiera comenzó a dejar sus primeras huellas durante el verano de 2007. Inicialmente, todo indicaba a ser sólo un mero problema en el mercado hipotecario, hasta que éste rápidamente se expandió, no sólo a los mercados financieros, sino a toda la economía real en general (Allen y Carletti, 2010).

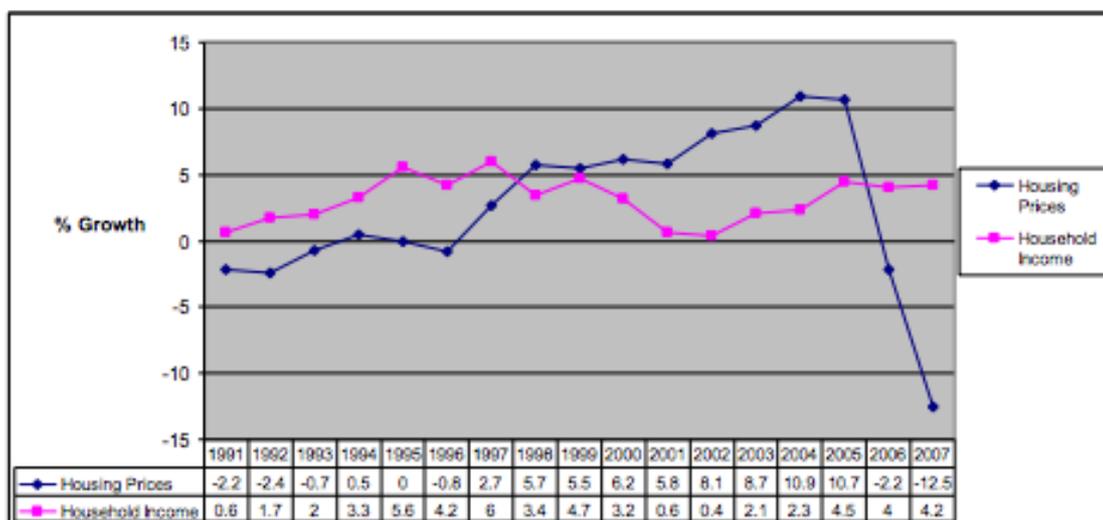
Reavis, (2012) explica claramente cómo se originó el estallido de la burbuja inmobiliaria que se fue agrandando poco a poco hasta finales de 2008:

Desde principios del siglo XX, y a medida que pasaban los años, el número de inversores que se empezaron a dar cuenta de que el mercado inmobiliario iba a estrellarse era cada vez mayor. Durante muchos años, este mercado fue catalogado como uno de los mercados con menor riesgo y con más facilidad de ganar dinero a base de invertir en los mismos. Durante los últimos años del siglo XX y principios del siglo XXI, los precios de las casas en Estados Unidos empezaron a subir de manera gradual. El porcentaje de crecimiento compuesto anual rondaba el 8%. En 2006, empezaron a surgir datos preocupantes, como por ejemplo el hecho de que, a estas alturas, el precio medio de la vivienda era cuatro veces mayor que el sueldo medio por familia, lo cual demostraba que un gran porcentaje de la población vivía en viviendas que no eran capaz de pagar ni a corto, ni a largo plazo. Este hecho se debe a que, aunque las ganancias de las familias presentaran números estables a lo largo de estos años, la facilidad con la que los bancos concedían créditos era tremenda, especialmente durante la época de los gobiernos de Bill Clinton y George W. Bush. Este fenómeno, creo una situación poco realista en la cual, a través del crecimiento de la burbuja inmobiliaria, la economía americana fue potenciada a través de la creación de nuevos puestos de trabajo en construcción y servicios inmobiliarios principalmente. Se calcula que, los años anteriores al estallido de la burbuja, la cifra total americana en concepto de préstamos, refinanciación y

ventas rondaba los 2 trillones de dólares. En cuanto a otro número preocupante, figura el del tremendo aumento del ratio de deuda respecto al PIB, pasando de estar desde niveles cercanos al 50% hasta alcanzar el 100% del mismo a principios del siglo XX, porcentaje que no se había alcanzado históricamente desde 1929, con el estallido de la Gran Depresión (Reavis, 2012).

A continuación, se puede apreciar un gráfico con la evolución de los precios inmobiliarios respecto al nivel de riqueza doméstica en Estados Unidos:

Figura 6: Evolución de los precios de la vivienda y los ingresos domésticos en EEUU entre 1991 y 2007



Fuente: basado en (S&P/Case-Shiller National Home Price Indices; U.S. Census Bureau, citado por Reavis, 2012)

A través del mismo, se puede apreciar cómo durante el periodo comprendido entre 1991 y 1997, el nivel de crecimiento de riqueza estaba por encima del nivel crecimiento de los precios de las viviendas, llegando a un punto de inflexión en 1998. También es importante señalar que, mientras que el crecimiento de las riquezas se mantuvo más o menos estable entre 1991 y 2007, con una diferencia porcentual del 5%; el crecimiento de los precios de las viviendas es mucho más acentuado, pasando del -2% de 1991, al 11% de 2004, seguido de un declive hasta retroceder al -13%, lo que reflejaba el comienzo del estallido de la burbuja inmobiliaria, en la cual los consumidores estuvieron comprando viviendas que no se podían permitir, pero que se hizo realidad gracias a la facilidad de concesión crediticia proporcionada por la banca.

#### 4.3.1.2. El estallido de la banca de inversión

Jones (2009) explica de manera detallada la situación del mercado a partir del verano de 2007, introduciendo dos conceptos que tuvieron bastante influencia en el desarrollo de esta crisis: la titularización, también conocida como “*securitization*” en inglés, y el incremento significativo del riesgo de liquidez o “*liquidity risk*”:

El verano de 2007, tal y como se ha mencionado con anterioridad, marcó un antes y un después en la situación económica a nivel mundial. Líderes de la banca de inversión como Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch, AIG, Fannie Mae, Freddie Mac, y Citigroup desaparecieron o fueron rescatados después de grandes inversiones de dinero por parte del gobierno americano. Otros gigantes como Goldman Sachs o Morgan Stanley estuvieron a partir de esta fecha un periodo de tiempo sin actividades de banca de inversión tras todo lo ocurrido durante el colapso financiero (Jones, 2009).

Para entender bien el estallido de la crisis, es importante resaltar que hubo más factores relacionados con el mercado inmobiliario y los precios de las viviendas, que dieron lugar a esta larga agitación financiera. Por un lado, la titularización o “*securitization*”, entendida como el movimiento y la reconstrucción de activos financieros con derechos de crédito en títulos financieros emitidos en los diferentes mercados capitales. Generalmente, los fondos de cobertura son los que toman, mediante titularizaciones, las posiciones más arriesgadas con el fin de ganar los mayores beneficios. Por el contrario, los fondos de pensiones toman posiciones más prudentes, teniendo por tanto retornos más pequeños. Estos títulos financieros generados son de diferentes tipos, pero hubo tres de ellos que se hicieron notar más que otros durante los años de 2007 y 2008: los títulos respaldados por hipotecas (*mortgage backed securities*), los títulos comerciales respaldados por activos (*asset backed commercial papers*), y las obligaciones de deuda garantizadas (*collateralized debt obligations*), Jones (2009).

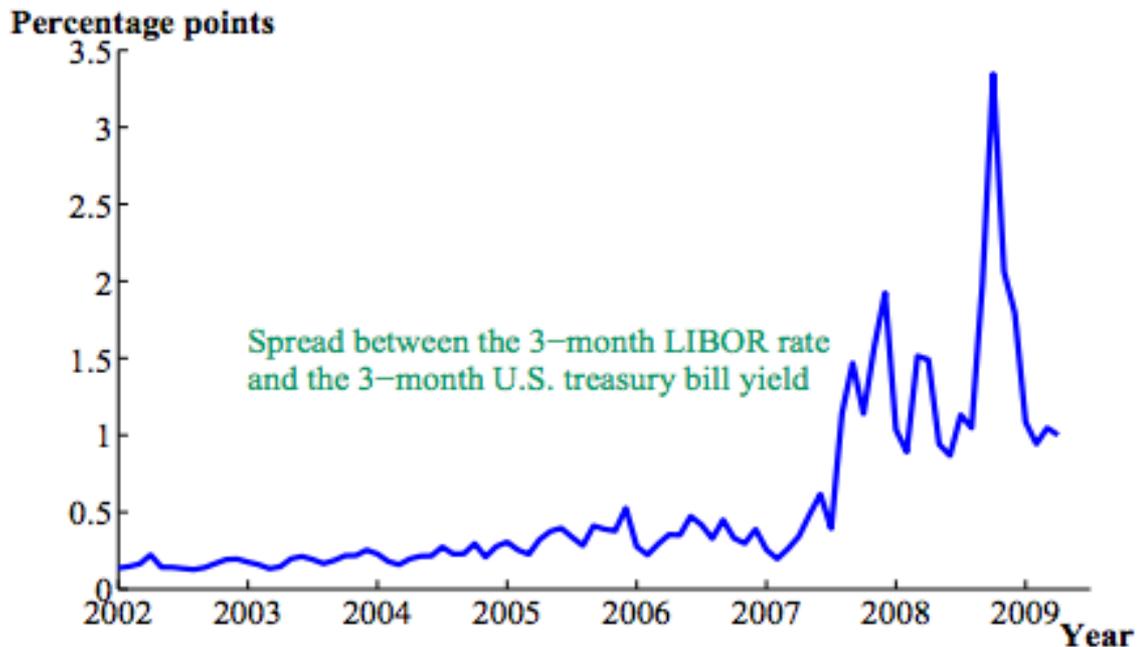
Para poder seguir con el desarrollo de estos dos conceptos en lo sucedido en 2007 y 2008, es importante tener en cuenta dos conceptos básicos relacionados con estos títulos financieros. En cuanto al primero, cuanto más larga sea el agregado de activos a una cartera de valores, el riesgo asociado a dicha cartera estará más diversificado, y por tanto disminuirá. Por ejemplo, las hipotecas basura, se caracterizan por su alto nivel de riesgo y sus altas probabilidades de incumplimiento. Sin embargo, cuanto mayor sea el número de las mismas, el aislamiento de ese riesgo será mayor, y por tanto las posibilidades de incumplimiento se

reducirán. El problema en 2008 radicó en la falsa creencia del riesgo de estos activos por parte de numerosos inversores, estimando niveles de riesgo mucho menores de lo que de verdad eran. La mayoría de las hipotecas creadas por los bancos fueron vendidas, con el fin de deshacerse del posible problema de que fueran hipotecas de baja calidad y, como consecuencia, la situación crediticia fue empeorando poco a poco (Jones, 2009).

Otro concepto a tener en cuenta es que la titularización funciona, generalmente, bajo el supuesto caso de que la gran mayoría de concesiones hipotecarias van a ir bien. A lo largo de la historia económica americana, el mercado inmobiliario ha estado más o menos equilibrado, aún habiendo siempre más y menos bajadas en determinadas zonas del país. En este caso, y justamente tras el momento en el cual la Reserva Federal decide subir los tipos de interés, cada vez más y más hipotecas se deterioraron, los precios de las casas continuaron descendiendo y las situaciones de incumplimiento de impagos se daban con más frecuencia (Jones, 2009).

A medida que diferentes productos financieros eran intercambiados y negociados, resultaba más difícil descifrar a cuánto riesgo se estaban enfrentando los bancos. Esta incertidumbre y confusión dio lugar a que, en Agosto de 2007, los bancos incrementaran de manera brusca los tipos de interés que se cobraban entre ellos: si el banco 1 advierte de que el banco 2 está respaldado por numerosas hipotecas basura, éste solicitará una demanda *premium* para conceder dinero, o no lo concederá de ningún modo. En este periodo, hubo una tendencia por parte de los bancos para depositar sus fondos en letras del tesoro americanas y bonos del gobierno con maduración de un año o menor, en vez de prestar dinero a otros bancos. La actitud bancaria y de los inversores era cada vez más prudente (Jones, 2009). Como consecuencia, el margen entre los bonos corporativos y los ratios interbancarios aumentó de forma muy brusca, tal y como se puede apreciar en la siguiente figura:

Figura 7: Diferencial entre el LIBOR a 3 meses y el interés de la letra del tesoro americana a 3 meses desde 2002 a 2009



Fuente: basado en (EconStats.com, citado por Jones 2009)

Tal y como se puede apreciar en el gráfico, los márgenes, que oscilaban entre los 2 y los 5 puntos básicos, se incrementaron hasta los 10 a 15 puntos, con subidas poco realistas de hasta los 35 puntos básicos a finales de 2009. Situándonos en un caso más práctico, si el interés en letras del tesoro rondaba el 2% antes de la crisis, los bancos se prestaban dinero entre ellos al 2.3%. Por otro lado, y ya con la crisis comenzada, el incremento de estos intereses hasta el 3.5%, dio lugar a que ninguna entidad financiera continuara prestando dinero, lo que nos lleva al análisis del concepto de crisis de liquidez, que es igual de importante que el de la titularización.

Continuando con Jones (2009), la crisis de liquidez puede ser explicada como el fenómeno en el cual el volumen de transacciones y actividades de negocio en los mercados financieros se desploman de manera muy fuerte, haciendo más complicado valorar de manera precisa los activos financieros presentes en dicho mercado y, por consiguiente, dificultando los cálculos respecto al valor de los activos en posesión de diferentes entidades financieras. En septiembre de 2008 el risk premium antes mencionado se dispara desde los 10 a los 35 puntos básicos. El pánico se desató en la bolsa americana, y la banca de inversión de Wall Street peligraba cada vez más. Durante este mes, numerosos acontecimientos marcaron un antes y un después de lo que sólo era el comienzo de una dolorosa crisis financiera. El

gobierno se quedó a cargo de empresas aseguradoras como Fannie Mae y Freddie Mac, Lehman Brothers quebró de manera definitiva, Bank of America compró Merrill Lynch, y la Reserva Federal rescató a AIG por la increíble cuantía de 85 billones de dólares. Días más tarde, el secretario de la tesorería nacional americana, Henry Paulson, y el presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, se reunieron junto con otros líderes del congreso para la implementación del “Troubled Asset Relief Program”, a través del cual se rescataría la actividad financiera con una inyección por parte del gobierno de 700 billones de dólares. Tal y como expresó Bernanke después de la reunión a los medios “si no implementamos este programa, lo más probable es que no haya economía el próximo lunes” (Noecera, 2008, citado por Jones, 2009).

#### **4.3.2. Causas de la crisis económica de 2008**

La crisis económica de 2008 presenta, como se verá a continuación, causas muy similares a las presentes en la crisis de 1987. El hecho de ocurrir en un periodo de tiempo bastante más cercano en comparación con el crack del 29, hace que muchas de estas variables se parezcan entre ellas, como puede ser el caso de los problemas relacionados con la liquidación.

La principal idea que tiene la inmensa mayoría es que, la causa fundamental de esta crisis económica, fue la “mano floja” que tuvieron los bancos al conceder préstamos a todo tipo de consumidores, sin tener en cuenta sus niveles de patrimonio. Así pues, gran parte de la población, comenzando por Estados Unidos, fueron capaces de adquirir viviendas que no se podían permitir pero que, en ese momento y a través de los préstamos bancarios concedidos, dieron lugar al origen de una burbuja inmobiliaria irrealista que tarde o temprano iba a estallar. Otro mito que se esconde detrás de esa situación, y que poca gente ha tenido en cuenta, es que la culpa de este *boom inmobiliario* no fue culpa únicamente de los bancos, sino también de las comisiones que forzaron a dichas instituciones financieras a ser más flexibles a la hora de conceder préstamos. Según Ritholtz (n.d.) del diario *Washington Post*, este fenómeno se conoce como “The Big Lie”, donde la principal culpa fue del Congreso Americano, quién fue el que metió presión a Fannie and Freddie (empresas cotizadas en bolsa y soportadas por el congreso para financiar el mercado de la vivienda, cuyo objetivo es equilibrar las tasas hipotecarias) y a todo tipo de instituciones bancarias para facilitar préstamos a todo tipo de consumidores, basándose en el principio ético de que no podía haber gente sin vivienda, pero sin tener en cuenta que los niveles adquisitivos de cada persona siempre se tienen que tener en cuenta a la hora de conceder un tipo de crédito u otro.

Así pues, Denning (2011) analiza las principales causas que propiciaron el origen del estallido inmobiliario, remontándonos a finales del siglo XX:

#### 4.3.2.1. Unión de la banca regular con la banca de inversión

En 1998, se les concedió a los bancos la “luz verde” para empezar a jugar y a entrar en negocios arriesgados: la legislación Glass-Steagall, que dividía totalmente a los bancos, de la banca de inversión, fue eliminada este mismo año, permitiendo a dichas entidades bancarias a orientar sus depósitos controlados por el gobierno y diferentes entidades del congreso, hacia negocios de inversión de más riesgo (Denning, 2011).

#### 4.3.2.2. Bajos tipos de interés y mala gestión de los mismos

Los bajos tipos de interés beneficiaron al estallido de la burbuja. Una vez terminada el pequeño colapso financiero en la industria de la tecnología e internet, también conocida como “Dotcom Bust”, la Reserva Federal bajo los tipos hasta el 1%, manteniéndolos de esta manera durante mucho tiempo. Esta estabilidad de los tipos afectó a la economía a nivel global y a todos los productos financieros cuya actividad se realizaba bajo la moneda del dólar: materias primas como el petróleo o el oro, créditos como el caso de la vivienda, o mercados más líquidos como es el caso del mercado de renta variable (Denning, 2011).

#### 4.3.2.3. Las gestoras de activos buscaron otras formas de hacer dinero

Con la bajada de los tipos, las gestoras vieron cómo no podían aprovechar retornos considerables de inversiones en renta fija, como es el caso de los bonos municipales o letras del tesoro. Por el contrario, se enfocaron más en la inversión de valores hipotecarios respaldados de altos tipos de rendimiento (Denning, 2011).

#### 4.3.2.4. “Mano floja” por parte de las agencias de calificación crediticia

La actuación por parte de las agencias calificadoras de crédito era un tanto incongruente. Algunas de ellas, como es el caso de Moody’s, S&P y Fitch, dieron una calificación de AAA a títulos conocidos como “junk securities”, o en otras palabras, títulos que no suelen ser

calificados normalmente por encima de BB, debido a sus altos riesgos de incumplimiento o “*default risk*” (Denning, 2011).

#### 4.3.2.5. Los gestores de fondos no hicieron bien su trabajo

En el caso de los fondos, ninguno de ellos fue capaz de darse cuenta que algunas de las calificaciones dadas por Moody’s o Fitch, entre otras, eran un poco extrañas. Por el contrario, se fiaron de las mismas y empezaron a comprar diferentes títulos basura, sin tener en cuenta los altos niveles de riesgo que éstos llevaban implícitos (Denning, 2011).

#### 4.3.2.6. Mala regulación de los mercados de productos derivados

Entre todos los productos financieros existentes, los derivados fueron los que estuvieron más descontrolados, lo que supuso pérdidas de cantidades de dinero impensables. Estos productos fueron exentos de cualquier tipo de supervisión, requisitos de cotización en bolsa, de seguros estatales y, sobretodo, de requisitos de reserva. Esto dio lugar a que la principal aseguradora del momento, AIG, suscribiera cerca de 3 trillones de dólares en derivados sin conservar ni un solo dólar en base a futuras reclamaciones (Denning, 2011).

Figura 8: Evolución del S&P500 y VIX entre Noviembre 2007 y Enero 2010



Fuente: basado en (Nguyen et al., n.d.)

El gráfico de arriba muestra una comparativa de la actividad entre el S&P500 y el VIX entre finales de 2007 y principios de 2010. Según (Nguyen et al., n.d.), el VIX (Chicago Board Options Exchange Volatility Index) es la bolsa que más alusión puede hacer respecto a la volatilidad del mercado, ya que mide, a 30 días, la volatilidad de todas las opciones presentes en el S&P500.

Así pues, se puede comprobar un tremendo despunte del VIX a partir de septiembre de 2008, estando por niveles superiores al S&P500 hasta casi mediados de 2009. Este hecho de presenciar al VIX a niveles superiores a otras bolsas de valores como la del S&P500, es algo que no se había producido con anterioridad ya que, el nivel de actividad y transacciones que se produce con productos derivados es, generalmente, muchísimo más pequeño que el realizado con otros productos como acciones, bonos, materias primas, o divisas, principalmente por la diferencia que hay en el nivel de riesgo entre los mismos y por el conocimiento tan limitado que se tiene en general de los productos derivados.

#### 4.3.2.7. Suavización de los requisitos de capital por parte de la SEC

La SEC (*Securities and Exchange Commission*), agencia federal estadounidense encargada de la regulación de los mercados financieros, cambió en 2004 las principales reglas de apalancamiento de 5 grandes bancos en Wall Street. Este cambio permitió niveles de apalancamiento ilimitados a Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch (rescatado por Bank of America en plena crisis), Lehman Brothers (que desapareció en la misma), y Bear Stearns (rescatado por JP Morgan Chase). Estos bancos llegaron a niveles de apalancamiento de entre el 20 a 1 y el 40 a 1, estando el límite general en el sector bancario en el rango 12 a 1, tal y como decía la regla de capitalización neta de 1977. La consecuencia de esto fue clara y negativa: de los 5 bancos, sólo Goldman Sachs y Morgan Stanley sobrevivieron por su cuenta, Merrill Lynch y Bear Stearns fueron rescatados, y Lehman Brothers desapareció (Denning, 2011).

#### 4.3.2.8. Incumplimiento de determinadas leyes estatales por parte del Gobierno Federal

En el año 2004, la Oficina de Control de divisas ignoró parcialmente algunas de las leyes federales establecidas en base a la regulación de créditos presupuestarios y bancos nacionales. Debido a este acto, el número de préstamos de alto riesgo que fueron vendidos en los estados donde se ignoraron dichas leyes, empezó a crecer de forma continuada. Al cabo de un tiempo, el nivel de incumplimiento de los mismos empezó a dar a luz y empezó a crecer de manera drástica (Denning, 2011).

#### 4.3.2.9. Los planes de compensación incitaron al juego

Como ya se sabe, el sistema en el que se rige la compensación en Wall Street fue, y sigue siendo, en la actividad a corto plazo, siempre con miras a movimientos de mercados alcistas más que bajistas. Este sistema hace que se creen incentivos para tomar riesgos en exceso. Las bonificaciones son extremadamente grandes, con cantidades que sobrepasaron los 130 billones de dólares en 2010 para las 25 instituciones bancarias mas grandes (Denning, 2011).

#### 4.3.2.10. Wall Street empezó a tomar acciones poco comunes

La fuerte demanda por títulos de alto rendimiento dio lugar a una gran acumulación de hipotecas. Dentro de estas hipotecas, las que más niveles de rendimiento tenían eran las hipotecas “basura”, consideradas por tener un rating demasiado bajo y unas condiciones de incumplimiento bastante altas. Durante todo el colapso, el mercado estuvo marcado por movimientos de transacciones que no tuvieron en cuenta gran parte de las regulaciones marcadas por la SEC (Denning, 2011).

#### 4.3.2.11. Los bancos comerciales entraron en juego

Además de los bancos de inversión, los bancos comerciales empezaron a hacer notar su actividad. La importancia de los préstamos siguió siendo tal, que los empleados fueron compensados más por el volumen de préstamos que se producían, que por la calidad de los mismos (Denning, 2011).

#### 4.3.2.12. Estallido de los productos derivados

El volumen de derivados en el mercado era tal, que el valor de los mismos representaba 3 veces la economía a nivel global. La actividad de obligaciones de deuda garantizada, también conocida como “*collateralized debt obligations, CDOs*”, y definidas según (investinginbondseurope.org, n.d.) como “títulos en donde un fondo común de préstamos o valores se diversifica en secciones respaldadas por los flujos de efectivo del fondo común de los activos”, promovió una corriente en el mercado conocida como “mercado infinito”, ya que el descontrol y el nivel de actividad en el mismo incrementaba de forma impensable, hasta producirse el estallido final durante el tercer trimestre de 2008 (Denning, 2011).

#### 4.3.2.13. Relajación de los estándares por parte de los prestamistas hipotecarios privados

La gran mayoría de prestamistas privados que no estaban sujetos a las regulaciones impuestas por el congreso americano, se saltaron la mayoría de las regulaciones en concepto de proporcionar préstamos, especialmente a nivel hipotecario. Debido a esta actividad en gran parte, un gran número de entidades privadas creció en el mercado desde un 10% en 2002, hasta casi un 40% en 2006. Entrando más en detalle, las entidades de títulos privados

más que doblaron su porcentaje de crecimiento del 23 por ciento en 2003 al 56 por ciento en 2006, debido en parte a la actividad y al trading de valores garantizados con hipotecas, también conocidos como *mortgage-backed securities* (Denning, 2011).

## 5. Las 4 variables comunes a las tres recesiones

Tras haber listado y explicado las variables principales que propiciaron el colapso a nivel económico y financiero en 1929, 1987 y 2008, es importante extrapolar variables que fueron comunes, a estas recesiones, sin que sea necesario que todas ellas hayan tenido influencia en las tres a la vez. Una vez extrapoladas estas variables en este bloque 5 de nuestro análisis, se podrán realizar una serie de recomendaciones a tener en cuenta en el sexto y último bloque, para poder evitar estas variables, o al menos minimizar el impacto negativo de las mismas, y así poder disminuir las dimensiones de posibles colapsos financieros en el futuro. Pudiendo haber más variables, las que pueden cobrar mayor importancia, y que han sido descritas en al menos dos de las tres recesiones antes analizadas son:

### 5.1 Comportamiento irracional en el mercado

Esta variable se puede ver presente en las tres recesiones, donde muchos inversores e instituciones financieras se dejaron llevar por el aumento del nivel de actividad en los mercados y las facilidades crediticias que concedían los bancos, para ignorar cada vez más posibles análisis técnicos y, sobretodo fundamentales, en base a cómo actuar con las carteras que tenían en sus manos. La sobreactividad en todo tipo de títulos financieros, y sobretodo en el mercado de renta variable y derivados, fue uno de los factores que dieron lugar, no sólo al boom inmobiliario, sino también al boom en los mercados financieros a nivel mundial.

### 5.2 Facilitación crediticia y prestataria por parte de las instituciones bancarias

Esta variable, crítica principalmente en las crisis de 1929 y 2008, fue el principal detrimento para el estallido de las burbujas que se produjeron en cada una de ellas. En el caso de la crisis de 1929, los inversores fueron los que pidieron cada vez más y más dinero a los bancos, al ver que estos no ponían grandes dificultades en concederlo. Estas concesiones a principios de los años 20, periodo también conocido como “Los Felices Años 20” por el grado de bienestar en el que estaba el país americano, supuso que los que pedían dicho

dinero, invirtieran más y más en acciones, hasta que dicha burbuja crediticia estallara en 1929, generando un miedo en el mercado que hizo que estos inversores intentaran vender y liquidar dichos títulos lo antes posible, porque sabían que el valor de los mismos iba a desaparecer y, por tanto, iban a perder todo ese dinero.

Por otro lado, el enfoque de los préstamos durante la crisis de 2008 está más encaminado al mercado inmobiliario donde, en resumen, se produjeron operaciones de compras de viviendas muy por encima del nivel del patrimonio que tenía el comprador. Esta diferencia de dinero que no tenían, la conseguían a través de los préstamos bancarios, que con tan “mano floja”, hicieron que se creara otra burbuja, en este caso inmobiliaria, donde los niveles de deuda incrementaron a ritmos impensables, y haciendo que dicha burbuja estallara definitivamente a finales de 2008.

### 5.3 Trading y gestión incorrecta de derivados

El trading y la gestión incorrecta de productos derivados fueron otras de las razones fundamentales que estuvieron presentes en las crisis de 1987 y 2008. A nivel general, los productos derivados son los que más riesgo presentan de entre todos los títulos financieros, ya que su valor depende del valor implícito de otros títulos financieros, como es el caso de las acciones. Si el valor de estos últimos se desploma, todo tipo de contratos a futuro y derechos y obligaciones de compra o venta de los mismos tras un periodo determinado, también se desploma, haciendo perder por tanto, cantidades impensables de dinero. Un ejemplo claro es el de AIG, que a través de derivados, entre otros factores, entró en una importante crisis de liquidez. De no ser por el rescate financiero del gobierno americano, habría desaparecido a finales de 2008.

### 5.4 Problemas de liquidación

Otra de las variables comunes ligada a la anterior fue la existencia de problemas de liquidación. La sobreactividad que se produjo en todo tipo de mercados, haciendo más hincapié en los mercados de derivados y renta variable, hicieron que muchos de los sistemas informáticos se bloquearan (especialmente en la crisis de 1987), impidiendo la ejecución correcta de las distintas operaciones. Estos problemas de liquidez impidieron que los inversores pudieran vender todos los activos cuyos valores sabían que se iban a desplomar, generando así más miedo y tensión en el cuerpo del inversor y en el de todo tipo de

institución financiera. Por ello, la falta de liquidez y los colapsos temporales de las transacciones en los mercados durante estos periodos de recesión, fueron decisivos en las fuertes caídas del mercado de renta variable, y en concreto de los precios de las acciones.

## **6. Conclusión**

Como conclusión de este trabajo, y una vez analizadas en profundidad las tres crisis financieras, así como las variables que propiciaron las mismas, es importante finalizar con una lista de lecciones aprendidas a estas tres recesiones. De esta manera, el hecho de tener en cuenta estas variables en el día a día económico puede claramente ayudar a minimizar los daños de futuras recesiones ya que, al ser el desarrollo de la economía de carácter cíclico, el estado de la misma siempre tiene momentos mejores y momentos peores. No obstante, si las instituciones a nivel macroeconómico y financiero son capaces de aprender de las lecciones de recesiones anteriores, y se tienen en cuenta día a día, las probabilidades de afrontar futuras crisis económicas de una manera más sólida y más preparada aumentarían de manera considerable. A continuación, se mostrarán tres lecciones aprendidas de cada una de las crisis analizadas en este trabajo.

En cuanto a la crisis del 29, Schifferes (2008) formula las siguientes:

- La primera es que, para que un país funcione bien, debe haber una fuerte relación entre los bancos, los mercados financieros y la economía real, de tal manera que las debilidades en un sector puedan ser respaldadas por otro.
- La segunda es que la participación y ayuda por parte del gobierno tiene que estar más activa durante épocas de recesiones. Esto no pasó en ninguna de las crisis analizadas en este trabajo. No solamente no hubo un incremento de reacción por parte del gobierno, sino que decreció, ya que no supieron como reaccionar a todos los factores negativos que estaban ocurriendo.
- La tercera y última es que es muy importante seguir controlando todo lo relacionado a regulaciones fiscales y políticas durante periodos de elecciones y cambios políticos. En 1933, la crisis bancaria americana aumentó mucho más durante los cinco meses de elección de un nuevo presidente, por lo que el país estuvo más preocupado por lo que sucedía a nivel político que lo que sucedía a nivel económico y financiero, que era lo que realmente importaba.

En cuanto al colapso en los mercados financieros de 1987, Witkowski (2012) detalla algunas lecciones muy importantes, más enfocado al comportamiento del inversor y a movimientos del mercado durante épocas más difíciles:

- En primer lugar, es importante mantener la objetividad por encima de lo emocional, sobretodo en lo relacionado con las decisiones a tomar en el mercado de valores. Los inversores deben estar seguros en las decisiones tomadas respecto a sus carteras, porque en este caso, el éxito depende en sobrevivir a condiciones pésimas en el mercado. Por tanto, la lección principal en este caso radica en que, ante movimientos en el mercado, sobretodo de carácter especulativo, es importante saber que el inversor jamás va a tener siempre la razón en sus decisiones, ya que las cosas pueden ir peor de lo esperado. Por ello, el inversor debe tener la seguridad suficiente respecto a su cartera de inversión como para que ésta no empeore de forma brusca, sobretodo en tiempos de movimientos ilógicos e inesperados del mercado.
- En segundo lugar, hay que aprender de las figuras del mundo financiero que más entienden. En este caso, tal y como dice Warren Buffett “compra en la temeridad, vende en la avaricia”. Una de las lecciones más importantes que se sacan de este contexto es que las estrategias de inversión enfocadas en la posesión de carteras a largo plazo, tienen más resistencia a los impactos negativos de una posible crisis económica que las carteras con más movimientos de valores y más enfocadas en posiciones a corto.
- En tercer y último lugar, es importante olvidarse de tópicos como el de que “determinadas situaciones no pueden ocurrir”. Según un analista de estadística llamado Ted Aronson, creador de una compañía de inversión en 1984, el crack del 1987 fue un evento “25 sigma”, o lo que es lo mismo, 25 desviaciones típicas fuera de la media, situación jamás pensable en el campo de los mercados financieros. El problema aquí es que los problemas que son teóricamente imposibles, siempre acaban ocurriendo en la realidad. Según Aronson, el mejor consejo que se puede sacar de aquí para un inversor, es que se deben intentar minimizar los costes tanto como sea posible, y maximizar la diversificación de los activos de una cartera determinada.

Finalmente, las lecciones aprendidas de la crisis más reciente, formuladas por Arends (2013) son las siguientes:

- La deuda es peligrosa. Durante los treinta años previos a 2008, todo el país americano, aparte de otros países en el resto del mundo, empezaron a endeudarse a niveles superiores a los normales. Esto incluye deudas a nivel doméstico, a nivel de empresa y a nivel de gobierno. La deuda familiar y la bancaria doblaron sus deudas en los últimos ocho años y ,en verano de 2008, esta deuda familiar estaba diez veces por encima de la que se debía en 1980. Por ello, es importante recordar que los precios de cualquier tipo de activo, e incluso los niveles de ingresos, pueden bajar, pero si no se tienen en cuenta los niveles de deuda, y los niveles de apalancamiento incrementan incontroladamente, los mercados tarde o temprano estallarán, tal y como pasó en la crisis de 2008, y en la mayoría de las crisis ocurridas a lo largo de la historia.
- No te fíes sólo de las predicciones de los expertos. En 2006, el tan respetado conocimiento de Wall Street predecía que el precio de la vivienda iba a seguir subiendo por la simple razón de que siempre lo había hecho. También se decía que las acciones iban a producir retornos medios del 9% anuales y los bonos del 5%. La razón en la que se basaban era que estos eran los rendimientos medios históricos reflejados en los archivos de Wall Street. Por ello, el problema aquí no está en los datos, sino en la manera de razonar e interpretar la información. En el mundo financiero, no puedes regirte solamente por una serie de datos del pasado para intentar predecir el futuro. A día de hoy, gran parte de las economías domésticas, todavía siguen fijando sus planes financieros y planes de jubilación en función de lo reflejado solamente en datos históricos.
- El dinero en efectivo es más importante de lo que parece. Cuando los ciclos económicos son buenos, el dinero en efectivo se tiende a despreciar. Tradicionalmente se considera a éste como “dinero muerto”, como una mera inversión pobre con rendimientos muy bajos. Por su parte, los inversores prefieren intercambiarlo por activos más interesantes, es decir, poner el dinero en efectivo “a trabajar”. Los inversores que piensan de esta manera, opinan que una crisis de liquidez no va a volver a suceder, y cuando ocurre como en 2008, aquellos que mantuvieron el efectivo en reserva fueron los que salieron más beneficiados. Una vez más, para este caso, se puede seguir a la figura de Warren Buffett. El mejor inversor de todos los tiempos tenía grandes cantidades en efectivo durante la última recesión y se permitió el lujo de comprar acciones a precios miserables en pleno ambiente de pánico financiero. El resto de inversores, por otro lado, no tuvieron otra que agarrarse al efectivo que tenían, y equivalentes como bonos del tesoro a corto plazo, en todas y cada una de sus carteras de activos.

De este modo, estas son algunas de las lecciones aprendidas de estas tres crisis económicas sucedidas a lo largo del siglo XX. Lo más importante de este análisis es darse cuenta de que no solamente el aspecto técnico es el que hay que tener en consideración para mantener a una economía sana, sino que el papel del comportamiento de la persona, ya sea un inversor o no, influye de una manera igual o incluso más acentuada que el mero aspecto objetivo, técnico y fundamental que pueda haber detrás. Esto es debido a que en una economía, todos los factores están ligados entre ellos: política, economía, mercados, cultura, eventos sociales y evolución de un país; son eslabones de una cadena donde todos influyen entre ellos y donde, si un eslabón se rompe, el resto de eslabones también lo harán.

## Referencias

Arends, Brett (2013) *Six Lessons You Should Have Learned From the Financial Crisis*, Available at: <http://www.wsj.com/articles/SB10001424127887324665604579081223815849080> (Accessed: 25th May 2015).

Baena Nuria (2008) *La liquidez en los mercados financieros: repercusiones de la crisis crediticia*, Available at: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2008\\_32.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2008_32.pdf) (Accessed: 5th May 2015).

Banco de México (2012) *Inflación: Causas, Consecuencias y Medición*, Available at: [http://www.uaemex.mx/feconomia/CICE/Archivos/Catedra\\_BM/Inflacion.pdf](http://www.uaemex.mx/feconomia/CICE/Archivos/Catedra_BM/Inflacion.pdf) (Accessed: 27th April 2015).

Callen, Tim (2008) *¿Qué es el producto interno bruto?*, Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2008/12/pdf/basics.pdf> (Accessed: 26th April 2015).

Carlson, Mark (2006) *A Brief History of the 1987 Stock Market Crash with a Discussion of the Federal Reserve Response*, Available at: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200713/200713pap.pdf> (Accessed: 25th April 2015).

Delgado, Edgar (2013) *Tipos de Interés: tasas de interés activas y pasivas*, Available at: [http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Centro\\_Financiero-tasas\\_de\\_interes\\_ELFFIL20130319\\_0001.pdf](http://www.elfinancierocr.com/finanzas/Centro_Financiero-tasas_de_interes_ELFFIL20130319_0001.pdf) (Accessed: 25th April 2015).

Denning, Steve (2013) *Big Banks and Derivatives: Why Another Financial Crisis Is Inevitable*, Available at: <http://www.forbes.com/sites/stevedenning/2013/01/08/five-years-after-the-financial-meltdown-the-water-is-still-full-of-big-sharks/> (Accessed: 5th May 2015).

Denning, Steve (2011) *Lest We Forget: Why We Had A Financial Crisis*, Available at: <http://www.forbes.com/sites/stevedenning/2011/11/22/5086/> (Accessed: 7th May 2015).

Fernández, Josefina (no date) *Rentabilidad*, Available at: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/rentabilidad.html> (Accessed: 29th April 2015).

Holley, Donald. and Trescott Paul B. (2014) *Great Depression*, Available at: <http://eds.b.ebscohost.com/eds/detail/detail?sid=b5cf63b8-de84-4adf-9ab2-af111f67ebbc%40sessionmgr111&crlhashurl=login.aspx%253fdirect%253dtrue%2526hid%253d114%2526db%253ders%2526AN%253d89314851%2526lang%253des%2526site%253ded-53ded-live%2526scope%253dsite&hid=122&vid=0&bdata=Jmxhbmc9ZXMmc2l0ZT1lZHMtbGl2ZSZzY29wZT1zaXRl#db=ers&AN=89314851> (Accessed: 22th April 2015).

Instituto Aragonés de Estadística (no date) *Esquema de la clasificación de la población*, Available at: <http://www.uv.es/ampons/salarios/tema1/defpa.pdf> (Accessed: 28th April 2015).

Itskevich, Jennifer (2002) *What Caused the Stock Market Crash of 1987?*, Available at: <http://www.cba.uri.edu/tong/teaching/crash87/crash87.pdf> (Accessed: 4th May 2015).

Jo Hoje, Lee Claudia, Munguia Adam, Nguyen Cantalina (no date) *Unethical misuse of derivatives and market volatility around the global financial crisis*, Available at: <http://www.aabri.com/manuscripts/09398.pdf> (Accessed: 9th May 2015).

Jones, Charles I. (2009) *The Global Financial Crisis: Overview*, Available at: <http://www2.econ.iastate.edu/classes/econ502/tesfatsion/GlobalFinancialCrisisOverview.2009.CJones.pdf> (Accessed: 26th April 2015).

Pettinger, Tejvan (2012) *What Caused the Wall Street Crash of 1929?*, Available at: <http://www.economicshelp.org/blog/76/economics/wall-street-crash-1929/> (Accessed: 1st May 2015).

Romer, Christina D. (2009) *Lessons from the Great Depression for Economic Recovery in 2009*, Available at: [http://www.brookings.edu/~media/events/2009/3/09-lessons/0309\\_lessons\\_romer.pdf](http://www.brookings.edu/~media/events/2009/3/09-lessons/0309_lessons_romer.pdf) (Accessed: 20th May 2015).

Sánchez, Amparo (1994) *La rentabilidad económica y financiera de la gran empresa española. Análisis de los factores determinantes*, Available at: <http://www.aeca.es/pub/refc/articulos.php?id=0438> (Accessed: 30th April 2015).

Schifferes, Steve (2008) *Lessons from the 1929 stock market crash*, Available at: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7656949.stm> (Accessed: 22th May 2015).

Uxó González, Jorge (n.d.) *Crisis Económica*, Available at: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/crisis-economica.html> (Accessed: 22th April 2015).

Witkowski, Wallace (2012) *10 lessons from the market crash of 1987*, Available at: <http://www.marketwatch.com/story/10-lessons-from-the-1987-stock-market-crash-2012-10-19?page=2> (Accessed: 22th May 2015).

Yépez, Espinoza (2006) *Capítulo 1: definiciones y conceptos básicos. Apalancamiento financiero*, Available at: <http://bibdigital.epn.edu.ec/bitstream/15000/2354/1/CD-0002.pdf> (Accessed: 3rd May 2015).

(no date) *El desempleo. Economía Política y Hacienda Pública*, Available at: [http://ocw.unican.es/ciencias-sociales-y-juridicas/economia-politica-y-hacienda-publica/material-de-clase-2/Tema\\_10.pdf](http://ocw.unican.es/ciencias-sociales-y-juridicas/economia-politica-y-hacienda-publica/material-de-clase-2/Tema_10.pdf) (Accessed: 28th April 2015).

(no date) *La crisis económica de 1929: causas y desarrollo*, Available at: <http://bachiller.sabuco.com/historia/crisis29.pdf> (Accessed: 24th April 2015).

(no date) *Tipos de bonos: bonos dados como colaterales*, Available at: <http://www.investinginbondseurope.org/Pages/LearnAboutBonds.aspx?id=6360&LangType=1034> (Accessed: 8th May 2015).

(2008) *¿Quiénes son Fannie Mae y Freddie Mac?*, Available at: <http://www.cnnexpansion.com/economia/2008/07/11/bfquienes-son-fannie-mae-y-freddie-mac> (Accessed: 10th May 2015).

(2012) *Modelo de equilibrio interno y externo: Mundell-Fleming*, Available at: <http://files.pucp.edu.pe/departamento/economia/LDE-2012-02a-10.pdf> (Accessed: 2nd May 2015).