



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

**RACIONALIZANDO UN MERCADO
IRRACIONAL:**

El impacto de la crisis económica iniciada en 2007
sobre los mercados bursátiles

Autor: Sara Alonso García-Mauriño

Director: Cecilio Moral Bello

Madrid

Abril 2014

Sara

Alonso

García-Mauriño

RACIONALIZANDO UN MERCADO IRRACIONAL



RESUMEN

La última crisis económica a la que se han enfrentado las economías de los países desarrollados ha producido una serie de efectos en distintos ámbitos. Este trabajo busca analizar el impacto de la crisis económica sobre la evolución de los mercados bursátiles. Para ello, se establece la fórmula de medición de la actividad bursátil a través de los índices correspondientes, para posteriormente recopilar los datos referentes a la época de estudio. Finalmente, se realiza un análisis de la política monetaria adoptada tanto en Estados Unidos como en Europa durante la crisis.

Palabras clave: crisis económica, evolución bursátil, factores de influencia, acontecimientos macroeconómicos, política monetaria.

ABSTRACT

The last economic crisis that the developed economies have faced, has led to different effects in different areas. The main objective of this academic work is analysing the impact that the economic crisis has had on the evolution of the market indexes. In order to implement this objective, the market indexes of different economies have been settled as a measure tool of the economic activity. Furthermore, data from this period of time has been accomplished for further analysis. This article is finished by the study of the different monetary policies implemented by the governments of the United States and the European Union during the crisis.

Key words: economic crisis, market index evolution, influential factors, macroeconomic events, monetary policy.

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN	1
II. LOS ÍNDICES BURSÁTILES	4
III. EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE RENTA FIJA Y RENTA VARIABLE	8
IV. FACTORES EXPLICATIVOS DE LA EVOLUCIÓN BURSÁTIL	14
V. ACONTECIMIENTOS OCURRIDOS DURANTE LA CRISIS	17
1. El origen y estallido de la crisis	17
2. Contagio en un mundo globalizado: crisis soberana en Europa	22
3. Otros acontecimientos	32
4. Luz al final del túnel	36
VI. MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA	38
1. Medidas convencionales	38
2. Medidas no convencionales	40
a. <i>Credit Easing</i> en Estados Unidos	41
b. Medidas de apoyo reforzado al crédito en la Unión Europea	43
VII. CONCLUSIONES	45
BIBLIOGRAFÍA	47

ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

I. ÍNDICE DE TABLAS

- **Tabla nº 1:** PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES INTERNACIONALES **6**
- **Tabla nº 2:** EVOLUCIÓN TRIMESTRAL ÍNDICES BURSÁTILES NORTEAMERICANO, EUROPEO, ESPAÑOL Y CHINO (2007-2013) ____ **8**
- **Tabla nº 3:** FACTORES EXPLICATIVOS MOVIMIENTOS BURSÁTILES **16**

II. ÍNDICE DE GRÁFICOS

- **Gráfico nº1:** EVOLUCIÓN VALORES BURSÁTILES 2007-2013 (VARIACIÓN PORCENTUAL) _____ **10**
- **Gráfico nº2:** EVOLUCIÓN PRECIO MEDIO VIVIENDA EN ESTADOSUNIDOS (2002-2009) _____ **21**
- **Gráfico nº3:** TOTAL DE AYUDAS A BANCOS SOBRE PIB DE PAÍSES **24**
- **Gráfico nº4:** VOLATILIDAD MEDIDA POR EL ÍNDICE VIX DEL SP 500 AMERICANO (2007-2014) _____ **26**
- **Gráfico nº5:** CREDIT DEFAULT SWAP GRECIA (2010-2011) _____ **27**
- **Gráfico nº6:** SITUACIÓN MACROECONÓMICA PAÍSES EUROZONA Y EEUU (en términos de deuda y déficit respecto del PIB, diciembre 2011) ____ **28**
- **Gráfico nº7:** VENTAS DE CASAS NUEVAS EN ESTADOS UNIDOS, MILES DE UNIDADES (2006-2013) _____ **30**
- **Gráfico nº8:** EVOLUCIÓN TIPOS DE INTERÉS (en tantos por ciento) FED Y BCE (2007-2013) _____ **40**

I. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo tiene como principal objetivo analizar el impacto de la crisis económica sobre la evolución de los mercados bursátiles. La economía internacional ha experimentado desde 2007 una coyuntura específica en la que se han desenvuelto las bolsas. Por ello, el trabajo identifica y recoge los acontecimientos acaecidos durante la crisis como entorno en el que situar el estudio. De igual manera, se describen las medidas de política monetaria aplicadas por los Gobiernos norteamericano y europeo para paliar el efecto de la crisis y tratar de recuperar el rumbo económico.

Para conseguir el objetivo, la metodología utilizada ha consistido en establecer la fórmula de medición de la actividad bursátil a través de los índices correspondientes, para posteriormente recopilar los datos referentes a la época de estudio. Una vez realizado este análisis, se explica el comportamiento en el entorno específico en el que se ha desarrollado, lo que supone una coyuntura social, política y económica muy concreta. Se ha realizado asimismo una labor de recopilación de datos y acontecimientos ocurridos durante la crisis, referentes al tema. Finalmente, para la explicación de las medidas de corte monetario adoptadas por parte de las autoridades económicas, han sido utilizados diversos artículos científicos, redactados por las propias autoridades involucradas en su implementación, así como de institutos especializados y profesionales del área.

La primera parte de este trabajo se centra en la descripción de la teoría general de los índices bursátiles: qué son, cómo se construyen, cómo funcionan, cuál es su finalidad y cuáles son los más conocidos a nivel internacional. Este primer apartado es importante para poder desarrollar el segundo, en el cual se recoge la evolución de los mercados de renta fija y renta variable en Estados Unidos, China, Europa y España. Se han escogido estas cuatro economías por su importancia a nivel internacional en el caso de las tres primeras y España, por incluir el factor nacional al presente trabajo. A continuación, se realiza una clasificación de los principales factores que influyen en la evolución de los ciclos bursátiles. Seguidamente se describen los hechos ocurridos durante la

crisis económica, comenzando desde su origen y estallido en Estados Unidos, pasando por el contagio en Europa y otros acontecimientos, hasta finalmente llegar hasta nuestros días. A continuación, el trabajo recoge un resumen de las principales medidas de política económica monetaria, tanto convencionales como no convencionales, implementadas en Estados Unidos y Europa, que han influido decisivamente en la gestión de la crisis. Finalmente, en el capítulo de conclusiones se incluyen los principales resultados del estudio.

Las primeras turbulencias de la gran crisis del siglo XXI de las economías desarrolladas, tuvieron lugar durante el verano de 2007. En ese momento, el equilibrio económico se encontraba al borde de una situación que muy pocos fueron capaces de prever. Un cambio en la tendencia de los precios de la vivienda en Estados Unidos, empujó finalmente a la depresión económica. Las consecuencias desde entonces son de sobra conocidas: quiebra de grandes entidades, desplome de los mercados financieros, caída de los niveles de ingresos y aumento pronunciado del nivel de desempleo, entre otras. Con esta nueva crisis volvía a confirmarse la existencia de los ciclos y la imposibilidad de sustraerse de los mismos. Muchos economistas estaban convencidos que, tras la superación sin excesivos problemas de las crisis de las divisas latinoamericanas y la de las empresas “*puntocom*”¹, la depresión que seguía a la etapa de auge había sido superada. ¿Realmente, nadie podía prever esta catástrofe? Los principales factores indicadores del fin de una etapa de auge estaban presentes: desregulación de los mercados, tipos de interés reducidos, exceso de liquidez en los mercados, una burbuja inmobiliaria y un alto grado de apalancamiento de empresas y entidades financieras. Pese a esta realidad, sólo unos pocos observadores disconformes fueron capaces de vaticinar el inminente cambio de ciclo que se aproximaba (Martín-Aceña, 2011).

¹ Burbuja especulativa desarrollada durante los años 1998 y 2001 y que tuvo como protagonistas a las empresas de internet o “*puntocom*”. La escalada del valor de este tipo de empresas en los mercados financieros vino motivada por las expectativas de alta rentabilidad con niveles mínimos de riesgo en un nuevo tipo de mercado, desconocido para la mayor parte de los inversores.

Aunque el epicentro de toda la catástrofe tuvo lugar en Estado Unidos, el marcado carácter globalizado de la economía internacional, así como el conocido como “efecto dominó”, hicieron que rápidamente se propagaran los efectos de la crisis a Europa. Los desajustes del pasado consiguieron poner en jaque a la economía mundial. No obstante, en esta crisis se erigieron las economías de los países desarrollados, que se vieron menos sacudidos por el efecto contagio. Esta misma idea la expuso Juan José Toribio (2006)²: “Creo que al vivir en una economía más globalizada, las recesiones de una zona vienen compensadas por las aceleraciones de otra”. Se pusieron de manifiesto las carencias que adolecían nuestros sistemas de regulación y de supervisión bancaria. Recientemente, Paul Krugman (2013) señalaba lo siguiente: “La crisis [actual] no es como ninguna que hayamos visto antes. Pero quizás es más preciso decir que es como todo lo que hemos visto antes, todo al mismo tiempo”. Y por esta razón, la política monetaria tuvo que reinventarse; las autoridades gubernamentales norteamericana y europea pusieron en marcha una serie de nuevas medidas, más o menos innovadoras, para detener la debacle que amenazaba la estabilidad de los mercados. La crisis económica hizo patente la necesidad de renovar la arquitectura financiera internacional (Marzábal y Ferreira, 2012).

² Profesor Emérito de Economía, Presidente del CIIF (Centro Internacional de Investigación Financiera) y Presidente de la Fundación Internacional IESE.

II. LOS ÍNDICES BURSÁTILES

La realidad matemática de los indicadores bursátiles descansa sobre la construcción de un número índice. Se conoce como tal a la medida estadística que permite recoger la variación de una determinada magnitud a lo largo del tiempo o del espacio respecto de un momento o punto de referencia dado. A este momento o punto de referencia se le denomina base.

Los índices bursátiles reflejan la evolución temporal de los mercados de valores, que se componen por una serie de activos representativos que, además de cotizar en un mismo mercado, comparten alguna característica común. Pueden consistir en una agrupación parcial de valores (sectorial) o en una agrupación global (general). Entre las principales características de un índice está el uso de una metodología de elaboración clara, transparente y conocida por el público, la utilización de fuentes de información completas y reducidos costes de elaboración.

El objetivo principal de estos indicadores es reflejar las variaciones de rentabilidad en promedio en el tiempo, del grupo de valores, proporcionando una visión de conjunto del mercado de valores. Consecuentemente, permiten medir la evolución de un determinado mercado o industria del mismo en un período de tiempo concreto.

La complejidad de la realidad bursátil hace posible la elaboración de una gran variedad de índices. No obstante, éstos suelen aplicarse a cantidades (volúmenes contratados) y a precios (cotizaciones).

La construcción de todo índice descansa en dos pasos. El primero de ellos consiste en seleccionar el número y tipo de valores que van a componer el índice. Dado que el objetivo de un índice bursátil, es reflejar la evolución de un mercado en función del comportamiento de las cotizaciones de los títulos más representativos, la agregación de valores debe ser homogénea y significativa. Los criterios más comunes de representatividad son: capitalización bursátil, volumen de negociación, liquidez de las acciones, número de accionistas, el

diferencial medio entre el precio de los valores de compra y venta y la frecuencia de negociación. El segundo, paso consiste en reflejar mediante una formulación clara y conocida, la evolución de los precios de los valores previamente seleccionados. Existen distintos modelos de índice según su forma de cálculo. La manera más simple consiste en la elaboración de una media aritmética, geométrica, armónica o agregativa simple, sin ponderación. Este es el caso del Dow Jones, índice diario referido a los cambios de los precios en la Bolsa de Nueva York, que se calcula mediante la suma de los precios de todos los valores que componen el índice en un determinado momento y su división por una constante. Otra forma de realizar dicho cálculo, más elaborada, es la que tiene en cuenta la importancia relativa de cada título respecto del total de valores. Matemáticamente, puede calcularse mediante una media aritmética, geométrica, armónica o agregativa simple, pero en este caso ponderada. La ponderación consigue que cada valor influya de acuerdo con la importancia que el mismo tiene en el conjunto del mercado. Una de las principales manifestaciones de la importancia relativa de cada valor es la capitalización bursátil, que es el resultado de multiplicar el número de acciones que componen el capital social de una sociedad por su precio. No obstante, pueden ser utilizados otros factores relevantes para la ponderación, como la liquidez, que indica la mayor o menor posibilidad de enajenación de una acción, o el precio de las acciones. Casi todos los índices existentes son compuestos mediante ponderación ya que de esta manera se consigue de forma más fiable la representación de la realidad de las bolsas (Moral 2011).

Como ya se ha señalado, la principal función de un índice es mostrar cómo evolucionan los precios de los títulos pertenecientes a determinado mercado o sector a lo largo del tiempo. Proporciona de forma clara, resumida y completa información sobre el comportamiento del mercado. No obstante, no es esta su única función. El nivel de los índices puede ser considerado un fiel reflejo de las expectativas económicas de un continente, país, sector o industria, entre otros. Los índices sirven de referencia a los gestores de patrimonio, ya que generalmente van a medir sus resultados no de forma absoluta, sino en comparación con un determinado índice de referencia o *benchmark*. Por otro

lado, los índices se utilizan como subyacentes en operaciones más complejas con productos derivados (futuros, opciones, ETF³, CFD⁴, entre otros). También permiten a los analistas técnicos estudiar la evolución de los mercados con vistas a elaborar sus predicciones sobre el comportamiento del mercado a futuro. Igualmente, facilitan la elaboración de una correcta gestión de riesgos.

TABLA N°1

PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES INTERNACIONALES

	ÍNDICE BURSÁTIL	PAÍS	NÚM. VALORES	ALGUNOS VALORES REPRESENTATIVOS
EUROPA	FTSE 100	Reino Unido	100	Barclays, Unilever, Vodafone
	DAX 30	Alemania	30	BMW, E.On, Siemens
	CAC 40	Francia	40	L'Oreal, Peugeot, LVMH
	Ibex 35	España	35	Inditex, Telefónica, Banco Santander
	MIB	Italia	40	Telecom Italia, Intesa San Paolo, Enel
AMÉRICA	Dow Jones	Estados Unidos	30	Intel, JP Morgan, Apple
	Nasdaq 100	Estados Unidos	100	Google, Yahoo, Microsoft

³ Exchange Trade Fund.

⁴ Contratos Financieros por Diferencias.

	Ibovespa	Brasil	67	Petrobras, PDG Realty, Gafisa
	Merval	Argentina	12	YPF, Grupo Financiero Galicia, Tenaris
ASIA	Nikkei 225	Japón	225	Sony, Mitsubishi Financial Group, Mizuo
	Hang Seng	China	42	Bank of China, China Petroleum and Chemical Corporation, Lenovo Group

Fuente: elaboración propia

III. EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE RENTA FIJA Y RENTA VARIABLE

En este apartado se lleva a cabo un análisis del comportamiento del mercado durante el período de tiempo comprendido entre los años 2007 y 2013. Los cuatro índices seleccionados son el Dow Jones americano, el EuroStoxx 50 europeo, el Ibex 35 español y el Hang Seng Chino. La selección de estos índices se ha realizado teniendo en cuenta los criterios de cierta homogeneidad en cuanto al número de valores utilizados para su composición, pero sobre todo su relevancia como representación de los principales mercados desarrollados a nivel mundial (Europa, China y Estados Unidos) y a nivel nacional.

En el mercado americano existen dos índices fundamentales, el escogido, que se compone de 30 valores, y el S&P500, formado por 500. Del mismo modo, en Europa los gestores de fondos suelen utilizar como índice de referencia MSCI Europe, en lugar del EuroStoxx50, por tener mayor número de valores (más de 500). Sin embargo, los índices escogidos son más similares en número de valores al Ibex35 y por tanto, más fácilmente comparables.

TABLA Nº 2

EVOLUCIÓN TRIMESTRAL ÍNDICES BURSÁTILES NORTEAMERICANO, EUROPEO, ESPAÑOL Y CHINO (2007-2013)

FECHA	DOW JONES	EUROSTOXX 50	IBEX 35	HANG SENG
30/03/2007	12.354,35	4.181,03	14.641,70	19.800,93
29/06/2007	13.408,62	4.489,77	14.892,00	20.634,47
28/09/2007	13.895,63	4.381,71	14.576,50	27.142,47
31/12/2007	13.264,82	4.399,72	15.182,30	27.812,65

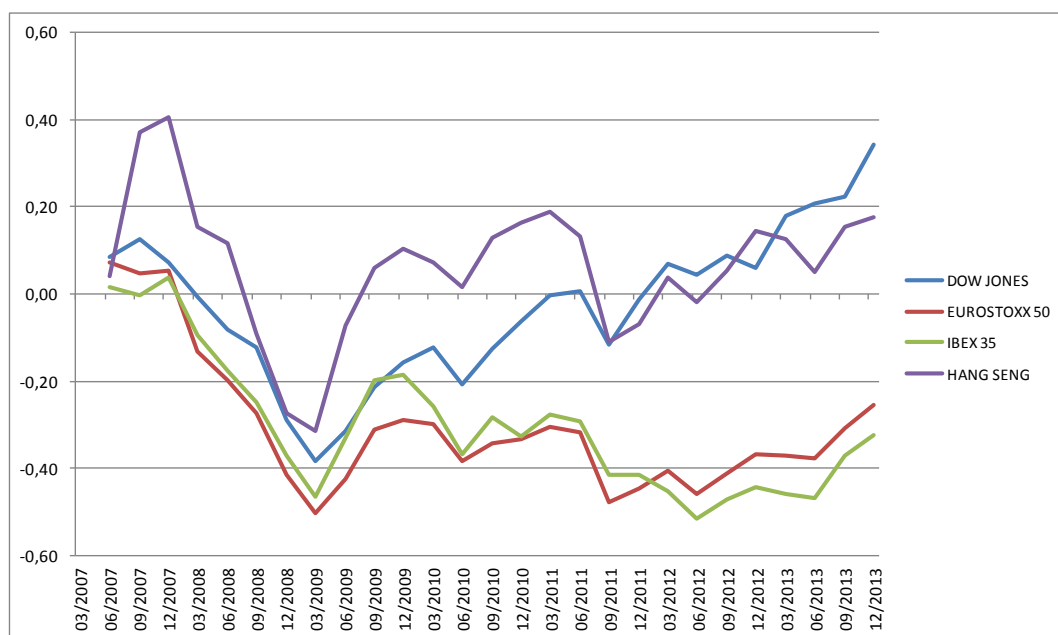
31/03/2008	12.262,89	3.628,06	13.269,00	22.849,20
30/06/2008	11.350,01	3.352,81	12.046,20	22.102,01
30/09/2008	10.850,66	3.038,20	10.987,50	18.016,21
31/12/2008	8.776,39	2.447,62	9.195,80	14.387,48
31/03/2009	7.608,92	2.071,13	7.815,00	13.576,02
30/06/2009	8.447,00	2.401,69	9.787,80	18.378,73
30/09/2009	9.712,28	2.872,63	11.756,10	20.955,25
31/12/2009	10.428,05	2.964,96	11.940,00	21.872,50
31/03/2010	10.856,63	2.931,16	10.871,30	21.239,35
30/06/2010	9.774,02	2.573,32	9.263,40	20.128,99
30/09/2010	10.788,05	2.747,90	10.514,50	22.358,17
31/12/2010	11.577,51	2.792,82	9.859,10	23.035,45
31/03/2011	12.319,73	2.910,91	10.576,50	23.527,52
30/06/2011	12.414,34	2.848,53	10.359,90	22.398,10
30/09/2011	10.913,38	2.179,66	8.546,60	17.592,41
30/12/2011	12.217,56	2.316,55	8.566,30	18.434,39

30/03/2012	13.212,04	2.477,28	8.008,00	20.555,58
29/06/2012	12.880,09	2.264,72	7.102,20	19.441,46
28/09/2012	13.437,13	2.454,26	7.708,50	20.840,38
31/12/2012	13.104,14	2.635,93	8.167,50	22.656,92
28/03/2013	14.578,54	2.624,02	7.920,00	22.299,63
28/06/2013	14.909,60	2.602,59	7.762,70	20.803,21
30/09/2013	15.129,67	2.893,15	9.186,10	22.859,86
31/12/2013	16.576,66	3.109,00	9.916,70	23.306,39

Fuente: Elaboración propia

GRÁFICO N°1

EVOLUCIÓN VALORES BURSÁTILES 2007-2013 (VARIACIÓN PORCENTUAL)



Fuente: Elaboración propia

Atendiendo al gráfico n°1, se puede observar como los principales índices bursátiles de los mercados norteamericano, europeo y español, cayeron correladamente de forma muy pronunciada e ininterrumpida a partir de agosto de 2007. Respecto al índice Chino, presentó una senda alcista hasta alcanzar sus máximos históricos en diciembre de 2007. A partir de este momento ni siquiera esta economía emergente, con situación macroeconómica de partida más positiva, fue capaz de protegerse de la tendencia que estaba aconteciendo en el mundo desarrollado. Durante más de un año y medio se sucedieron acontecimientos nunca antes vistos. El sistema financiero mundial se encontraba en una situación de permanente amenaza y la decisión de permitir la quiebra de Lehman Brothers hizo que los Credit Default Swap (CDS), contratos de permuta de cobertura de incumplimiento crediticio, de los tres grandes bancos de inversión americanos supervivientes, Morgan Stanley, Merrill Lynch y Goldman Sachs, cotizasen una situación de quiebra.

El problema fundamental estribaba en que las hipotecas de alto riesgo (*subprime*)⁵ que tenían en balance la inmensa mayoría de los bancos, componían una amplia variedad de bonos de titulización hipotecaria, y la valoración de los mismos y sus riesgos asociados se hacía prácticamente imposible. Como consecuencia de esto, se convirtieron en activos ilíquidos que nadie apetecía y las entidades financieras dejaron de participar en operaciones interbancarias, acumulando liquidez. Más adelante se abordará este tema en mayor profundidad.

En poco tiempo, la política monetaria convencional no ofrecía la solución que se requería, la bajada de tipos por parte de la Reserva Federal no lograba incidir en el mercado monetario. Fue entonces cuando comenzaron a implementarse las denominadas medidas de política monetaria no convencionales. Por fin, en marzo de 2009, después de alcanzar el famoso número significativo de 666, por

⁵ Las hipotecas *subprime* son aquellos préstamos para la vivienda concedidos a prestamistas cuyas circunstancias hacen poco probable su cobro por parte de las entidades de crédito prestatarias. Su clasificación como tal se hace teniendo en cuenta una serie de datos sobre el prestatario: capacidad crediticia, ratio de deuda sobre total de ingresos y ratio de valor de la hipoteca sobre valor del bien hipotecado (Mills y Kiff, 2007).

el índice SP500 americano, y tras medidas nunca antes adoptadas, los mercados rebotaron con fuerza durante el resto del año. El índice Chino subió de forma prácticamente vertical reflejando una realidad mucho mejor que la del mundo desarrollado. Se corroboraba la teoría del “*decoupling*” (descorrelación) de las economías emergentes. China en concreto crecía a ritmos superiores al 8 por ciento anualizado y la deuda respecto de la producción interior era claramente inferior.

Fue a partir del 2010 cuando se empezó a observar también un comportamiento dispar entre EEUU y Europa. La Reserva Federal continuó con la aplicación de una política monetaria ultra expansiva, con tres planes de expansión cuantitativa, y el objetivo claro de buscar nuevamente el crecimiento económico. Por su parte, Europa no tenía clara su dirección y había posturas enfrentadas. Comenzó a evidenciarse un problema de difícil solución. Países con una realidad económica muy distinta tenían una política monetaria y moneda común, pero se financiaban con riesgos y, por tanto, precios completamente diferentes. El Banco Central Europeo tenía como objetivo primordial el control de la inflación y Jean Claude Trichet, ex Presidente del BCE, se decantó por mantener los tipos elevados durante un largo periodo de tiempo.

Los desequilibrios eran evidentes y los mercados penalizaron duramente a los países más débiles. El coste de financiación de los países de la periferia europea se disparó. Irlanda, Portugal y Grecia tuvieron que ser rescatados. Italia y España se vieron arrastradas y los inversores extranjeros perdieron su confianza en ellos. El problema entonces era de gran envergadura, el tamaño de estas economías hacía dudar seriamente sobre la capacidad de Europa para rescatar uno de ellos. Después de un diciembre de 2011 caótico, a principios de 2012, el BCE se vio obligado a llevar a cabo un programa por el cual ofrecía liquidez a la banca española, quien a su vez compró deuda estatal para aliviar ligeramente la prima de riesgo. Durante unos meses España tuvo una tregua efímera que duró hasta julio de 2012, momento en el que ésta se situó en máximos históricos que hicieron palpable la posibilidad de tener que solicitar el rescate. Fue una declaración del actual presidente del BCE, Mario Draghi, la que hizo que los

mercados recobrasen cierta confianza y la prima de riesgo lograrse estabilizarse. Durante todo este periodo, los mercados americano y chino habían continuado su senda alcista, si bien no exentos de volatilidad. China de hecho, tuvo un retroceso bursátil importante entre marzo y junio de 2011, pero ya estaban en niveles del primer trimestre de 2008. A partir de este momento Europa y España se estabilizaron, mientras Estados Unidos parecía encontrar de nuevo el crecimiento económico y así lo reflejaban los índices bursátiles. China por su parte, del mismo modo que el resto de países emergentes, seguía siendo objeto de deseo de los inversores que encontraban en ella una economía que seguía creciendo a ritmos elevados. En mayo de 2013, y como consecuencia de las declaraciones de Ben Bernanke (en aquel momento Presidente de la Reserva Federal americana) donde dejaba ver que EEUU tendría que empezar a plantearse la paulatina retirada de los estímulos que venía llevando a cabo, el mercado se asustó y corrigió de nuevo. La Reserva Federal estaba acometiendo, entre otros, un plan en el que recompraba deuda estatal y cédulas hipotecarias a largo plazo, de forma mensual, por importe de 85.000 millones de dólares, incrementando así de forma muy importante la liquidez del sistema. Al enviar Bernanke este mensaje, los inversores empezaron a poner en duda la recuperación americana, pero curiosamente los que más sufrieron fueron los mercados emergentes que habían sido en gran parte el destino de ese exceso de liquidez del sistema.

Fue tal el cambio de tendencia que Bernanke decidió suavizar de nuevo sus mensajes y posponer las decisiones de retirada de dichos estímulos para más adelante. Con esto, el mercado se tranquilizó y los inversores comenzaron a prestar atención a la mejora de los indicadores económicos a nivel global. EEUU puso en marcha un nuevo término denominado “*forward guidance*”, muy actual, que consiste en vincular la retirada de estímulos a datos macroeconómicos muy concretos como el desempleo o la inflación, para dar certidumbre a los inversores sobre las prioridades reales y el compromiso firme con la búsqueda de crecimiento, empleo, y por tanto recuperación económica.

IV. FACTORES EXPLICATIVOS DE LA EVOLUCIÓN BURSÁTIL

En este apartado se recogen los principales factores que provocan los movimientos y comportamientos tendenciales del mercado. Existe una amplia bibliografía al respecto y que recoge una serie de factores que influyen en la evolución del mercado bursátil. Estas fuentes consultadas se encuentran recogidas en la relación bibliográfica que figura al final de este trabajo. Las más importantes son “Measuring business cycles” (BURNS Y MITCHELL ,1946), “Mercados Financieros II: Renta variable, renta fija y productos derivados” (MORAL, 2011) y “La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica” (MACHINEA, 2009). En atención a los factores que recogen estos artículos, se ha realizado una clasificación propia que distingue tres grandes grupos: los ciclos económicos, las políticas económicas y los factores exógenos.

- Los ciclos económicos: Burns y Mitchell (1946) definieron el ciclo económico de la siguiente manera:

“[...] un ciclo consiste de expansiones que tienen lugar aproximadamente a la vez en muchas actividades económicas, seguidas por recesiones, contracciones y recuperaciones igualmente generales que confluyen en la fase de expansión del ciclo siguiente; la secuencia de cambios es recurrente pero no periódica; en duración los ciclos de los negocios pueden variar desde poco más de un año hasta diez o doce años; no son divisibles en ciclos más cortos de carácter similar con amplitudes parecidas”.

Se deriva de esta definición la existencia de cuatro fases en un ciclo económico: auge, recesión, depresión y recuperación. Cada una de las mismas viene precedida de una serie de factores y a su vez, son causa de otros.

La relación existente entre la fase del ciclo económico en el que se encuentre la economía y el comportamiento bursátil es directa. El mercado bursátil recoge tanto la realidad económica, como las expectativas sobre la

misma. Atendiendo al momento del ciclo, el mercado recogerá un determinado nivel de precios. De igual manera, en el momento en que se aproxime un cambio tendencial o de ciclo, el propio mercado lo reflejará como consecuencia de un cambio en las expectativas de los inversores, adelantándose a la realidad económica futura. Por ello se afirma que la renta variable es un indicador adelantado de la evolución económica.

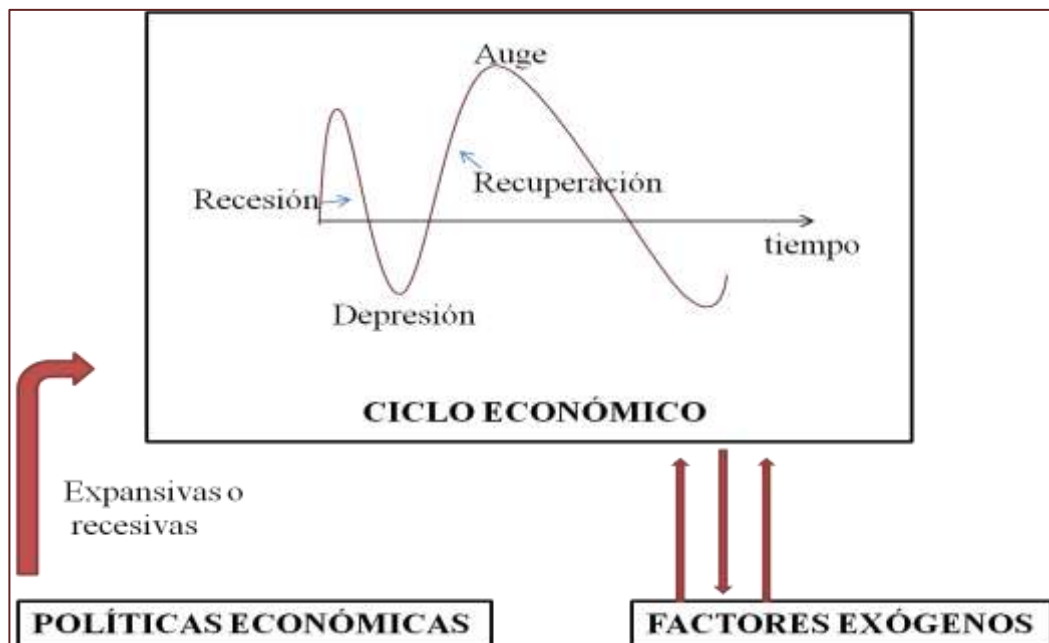
En función del momento del ciclo en el que se encuentre la economía, hay una serie de factores fundamentales para la evolución bursátil que tendrán un signo distinto y justificarán distintos niveles de precios: crecimiento agregado de la economía, nivel de renta y su distribución, beneficios empresariales, nivel de ahorro de la población, nivel de desempleo, demografía, la propia evolución del mercado bursátil, economía de otros países y nivel de inflación, entre otros.

- Las políticas económicas: son aquellas herramientas de intervención con las que cuenta el Estado para influir en la evolución de la economía. De manera general, la principal función de las mismas es tratar de evitar la fase de recesión y alargar en la medida de lo posible la fase de expansión. Concretamente, lo que buscan es lograr un crecimiento económico sostenible, la estabilidad de los precios y favorecer el empleo. Para lograr estos objetivos, los Estados implementan una serie de políticas de diversa índole. Si bien tienen como fin principal reconducir la economía en uno u otro sentido, inevitablemente van a repercutir igualmente sobre los mercados de valores. Por ello, se recogen en el presente apartado los siguientes factores de influencia: política fiscal, política monetaria, política exterior, política de rentas, políticas favorables para la distribución de beneficios, política de financiación del sector público y políticas sectoriales, entre otras.
- Factores exógenos: son aquellos que si bien, no tienen necesariamente su origen en el ciclo económico, influyen de manera notoria en el mismo. Se encuentran dentro de este apartado los desórdenes públicos, las noticias

sobre los dirigentes de empresas, las medidas regulatorias, los dictámenes de las agencias de *rating*⁶, la estabilidad de los gobiernos, los conflictos bélicos, los acontecimientos políticos, los *animal spirits*⁷, y el efecto contagio, entre otros.

TABLA N° 3

FACTORES EXPLICATIVOS MOVIMIENTOS BURSÁTILES



Fuente: Elaboración propia

⁶ Las agencias de rating o agencias de calificación son aquellas compañías especializadas en la elaboración de análisis de riesgos financieros de cualquier tipo de organismo o entidad. Las más reconocidas internacionalmente son Moody's Investor Service, Standard and Poors Corporation y Fitch IBCA.

⁷ Keynes (1936) definió los *animal spirits* como el comportamiento espontáneo de actuar de una determinada manera que no es consecuencia racional de una fría previsión matemática que resulte de multiplicar los posibles beneficios por la probabilidad de que ocurran, sino más bien del propio optimismo humano.

V. ACONTECIMIENTOS OCURRIDOS DURANTE LA CRISIS

1. El origen y estallido de la crisis

La crisis económica tal y como la conocemos tiene su origen en Estados Unidos, y más en concreto en las hipotecas subprime o de alto riesgo. Sin embargo, el efecto contagio de los distintos mercados financieros a nivel internacional tuvo como resultado la transformación de esta crisis en una de carácter global.

El contexto económico y político de Estados Unidos durante los años precedentes al estallido de la crisis suponía un verdadero caldo de cultivo para la génesis y propagación de la misma. Las políticas monetarias se concentraron principalmente en un descenso acelerado de los tipos de interés, llegando al uno por ciento en el año 2003. Esta medida fue adoptada tras el estallido de la burbuja tecnológica en 2001. Junto con esta medida, se implementaron políticas que facilitaran el acceso al crédito. Todo ello fue acompañado por una inyección de liquidez en los mercados, facilitada por la reserva federal de Estados Unidos.

Es en este marco coyuntural en el que surgen las conocidas como hipotecas *subprime* o de alto riesgo. Las entidades bancarias, motivadas por la relajación general de las condiciones de concesión de préstamos, comenzaron a conceder créditos hipotecarios a personas con poca capacidad de pago a cambio de unos intereses más elevados. Las entidades de crédito y compañías hipotecarias asumieron mayores riesgos a la hora de realizar sus préstamos y permitieron a los prestatarios tomar más deudas con menores avales sin comprobar su solvencia. La gran probabilidad de impago de estos clientes no escapaba al conocimiento de las entidades, pero en términos de recuperación del préstamo, no suponía un problema. En primer lugar, porque el precio de las viviendas crecía de forma continuada y a un ritmo elevado. En concreto, la revalorización de los inmuebles en Estados Unidos y Europa durante el

período de tiempo comprendido entre los años 2002 y 2006 (justo antes del estallido de la burbuja inmobiliaria) se situaba entre un 15 y 20 por ciento (Álvarez y Medialdea, 2009)⁸. Esta situación de crecimiento sostenido hacía imposible, para la gran mayoría, prever un escenario de caída incontrolada de precios en el sector inmobiliario, como finalmente ocurriría. Por otro lado, si a lo largo de la vida del préstamo, el cliente no tenía recursos suficientes para afrontar el pago de las cuotas hipotecarias, podría acceder a un nuevo préstamo para hacer frente al mismo. La concesión de préstamos a personas que ya poseían un crédito hipotecario era común y se realizaba sobre el valor de la inversión líquida, que era la diferencia de valor entre el valor actual del inmueble en el momento de concesión del crédito y el valor por el que efectivamente se hipotecó (Ferreira y Marzábal, 2012). Si definitivamente el cliente no podía continuar con el pago periódico de las cuotas hipotecarias y no tenía acceso a un nuevo préstamo para su pago, la solución era la liquidación del inmueble para el pago de la hipoteca. Esta opción, aunque más costosa en términos logísticos y operacionales, no dejaba de ser rentable. El continuo incremento de los precios de los inmuebles permitía la revalorización del bien hipotecado desde que se concedió la hipoteca hasta su liquidación.

La situación por tanto, era la siguiente: los bancos tenían carteras de créditos con un elevado riesgo de impago, si bien el despegue de los precios inmobiliarios hacían inverosímil una pérdida del crédito. No obstante, la gravedad de este escenario vino agudizada por la “titulización” de los créditos hipotecarios. Tal y como señalan Ferreira y Marzábal (2012: 7) “la <<securitización>> [léase titulización] es una forma de transformar activos relativamente no líquidos en títulos líquidos y poder transferir, así pues, los riesgos asociados a ellos a los inversores que los compran”. Se convertían los créditos en títulos negociables en el mercado interbancario. De esta manera, la entidad que los emitía conseguía sacar de balance los créditos y a cambio

⁸ Puede observarse el gráfico de evolución de precios de la vivienda en Estados Unidos.

recibía mayor liquidez, lo que a su vez le permitía conceder nuevos préstamos para luego volver a titularlos. Se creaba así un círculo vicioso en el que una larga cadena de entidades quedaron más tarde atrapadas.

En un principio, estas prácticas no suponían una amenaza para el equilibrio del sistema económico, ya que tan solo eran titulizadas aquellas hipotecas cuyo riesgo de impago era bajo. Las tasas de insolvencia de las mismas no eran elevadas, y por ello suponían una opción atractiva para los inversores. No obstante, la evolución de la “ingeniería financiera” desarrolló un nuevo instrumento de titulización de deuda bancaria: CDO (*Collateralized Debt Obligation*). El mismo consistía en dividir una cartera de hipotecas en distintos tramos, constituyendo cada uno participaciones de diferente categoría sobre los pagos futuros de la misma. Los titulares de CDO *senior* tenían una posición preferencial sobre los pagos, por encima del resto de titulares de categoría inferior. El triunfo de los CDO fue inmediato. En primer lugar, porque ofrecían una alta rentabilidad sobre la inversión, mientras que los tipos en el mercado seguían en mínimos históricos. En segundo lugar, porque se concebían como una inversión segura, respaldada por la continua revalorización de los inmuebles y la baja tasa de impago. Finalmente, porque las agencias crediticias los calificaban como títulos de máxima seguridad (AAA). Tal era el atractivo de los CDO que los inversores institucionales acudieron a su compra masiva y lo hicieron endeudándose, para así sacar mayor rentabilidad gracias al efecto apalancamiento. La evolución de la titulización de las hipotecas *subprime* no se quedó aquí. Se crearon también productos derivados que actuasen como seguros financieros para la cobertura del riesgo de los CDO. Estos productos son conocidos como CDS (*Credit Default Swap*).

El éxito de esta construcción financiera estuvo asegurado durante el tiempo en el que los precios de los inmuebles seguían creciendo. Este factor era el que aseguraba el pago de las participaciones de los títulos de hipoteca. No obstante, esta situación no podía mantenerse indefinidamente y ya en el año 2006 comenzó a tambalearse. A comienzos del año, los tipos de interés

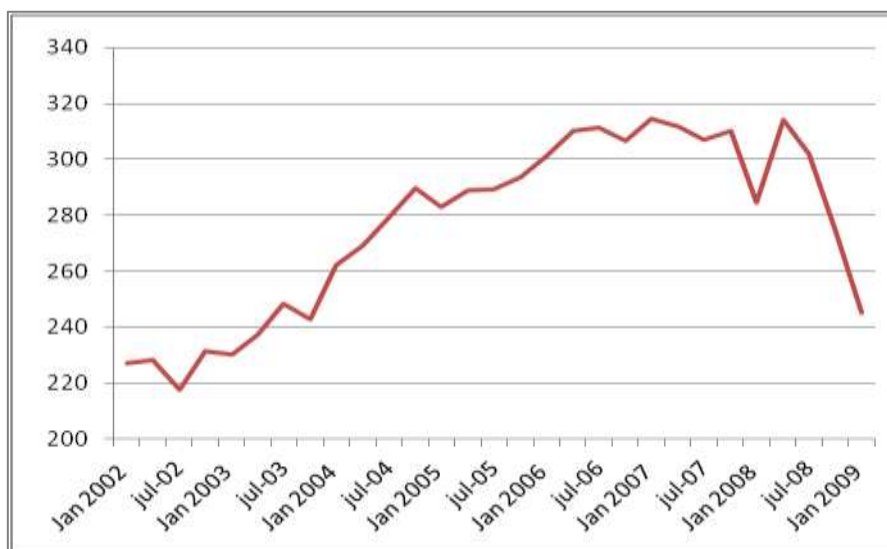
invertieron su tendencia y comenzaron a subir, mientras que los precios de la vivienda comenzaron a descender a partir de la segunda mitad de ese mismo año. La paulatina bajada de los precios sembró el pánico entre los titulares de CDO. Las agencias crediticias revisaron sus calificaciones para rebajarlas y se expandió repentinamente una urgencia generalizada de venta de los títulos. Los hipotecados dejaron de pagar sus deudas y, al contrario de lo que vaticinaron las entidades de crédito, no sólo no se les otorgaba un nuevo préstamo sobre la inversión líquida (que ya no era tal), sino que además la realización de las viviendas otorgadas como garantía de la hipoteca no cubría si quiera el valor por el que fueron otorgadas. Con la morosidad en aumento y los precios de la vivienda en descenso, el valor de los títulos con respaldo hipotecario se redujo. El Fondo Monetario Internacional (FMI) estimó, ya en 2007, en un billón de euros las pérdidas de bancos y sociedades de inversión. Para entonces ya era tarde, y muchos de los inversores se quedaron atrapados. Ferreira y Marzábal (2012) describen la situación de aquel momento:

A partir de ese momento comienza la fase del pánico y la "locura", en una especie de "sálvese quien pueda". Los propietarios de los títulos respaldados en hipotecas fueron descubriendo que no sólo no recibirían los intereses que esperaban sino que ni siquiera conseguirían traspasar esos activos a otros sin antes sufrir un pesado perjuicio económico. La tentativa de venderlos, a cualquiera precio, fue suficiente como para hacer que el valor de dichos títulos cayera en el mercado de forma vertiginosa.

La magnitud del problema se hacía insostenible. Los inversores institucionales, principalmente bancos, que habían adquirido estos títulos de hipoteca *subprime* se vieron igualmente atrapados con un activo que no era realizable. Consecuentemente, los activos de sus balances se vieron repentinamente devaluados, por debajo del valor de sus pasivos, generando un fondo de maniobra negativo. La consecuencia por tanto, era la insolvencia y la quiebra.

GRÁFICO N° 2

EVOLUCIÓN PRECIO MEDIO VIVIENDA EN ESTADOSUNIDOS (2002-2009)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Census Bureau de Estados Unidos

Desde este momento se sucedieron una serie de acontecimientos que fueron marcando hitos de esta nueva crisis: el colapso y posterior rescate del banco de inversión Bear Stearns por JP Morgan en marzo de 2008, la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de ese mismo año, y en ese mismo mes, el rescate de Merrill Lynch por Bank of America y de la aseguradora American International Group (AIG) por la propia Reserva Federal de Estados Unidos, la intervención de la Washington Mutual (la mayor caja de ahorros estadounidense) y la toma de control por parte del Estado de Fannie Mae y Freddie Mac.

El año 2009 comenzaba con la primera investidura de Barack Obama como presidente de los Estados Unidos el 20 de enero. En abril tenía lugar la reunión del G20 en Londres, donde se llegó a un acuerdo entre los participantes, representantes de sus Estados, para implementar una serie de medidas que permitieran inyectar en el sistema 5 billones de dólares para finales del 2010. Aunque los mercados aplaudieron este paquete de medidas, el optimismo no se mantuvo. En junio del mismo año el gigante fabricante de automóviles, General Motors, se declara en quiebra.

Después de los últimos trimestres de 2009, el año 2010 se inició con una situación de mercados en apariencia más tranquila, la volatilidad implícita había sufrido una fuerte caída y desde marzo del año anterior los mercados experimentaron subidas sostenidas. En cambio, comenzaba un ejercicio repleto de enormes retos e incertidumbres macroeconómicas.

2. Contagio en un mundo globalizado: crisis soberana en Europa

Si bien el origen de la crisis tuvo su inicio en Estados Unidos con el estallido de las hipotecas ‘subprime’, y la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, el efecto contagio generado colapsó rápidamente los mercados de capitales, que se cerraron completamente, provocando un grave problema de liquidez en los bancos. Para tratar de poner solución a esta situación de magnitudes desconocidas hasta el momento, los Estados tuvieron que intervenir adoptando medidas para no permitir la quiebra del sistema financiero global a costa de incurrir en serios desequilibrios. Aunque el origen del problema se produjo en Estados Unidos, las consecuencias iban a ser más dolorosas en Europa. Para entender los acontecimientos que tuvieron lugar, habría que volver a los inicios de la adopción de la moneda única en la Unión Europea en el año 1999.

En aquel momento, se produjo una progresiva convergencia en la rentabilidad de los bonos de los distintos Estados Miembros, ya que se dieron las condiciones ideales para ello: desaparición del riesgo de tipo de cambio, minoración de la percepción de riesgo de crédito y una mayor profundidad del mercado, entre otros. Todo ello, hizo que, durante el periodo anterior a la crisis, desde 1999 hasta el 2007, las primas de riesgo entre países miembros prácticamente no existieran.

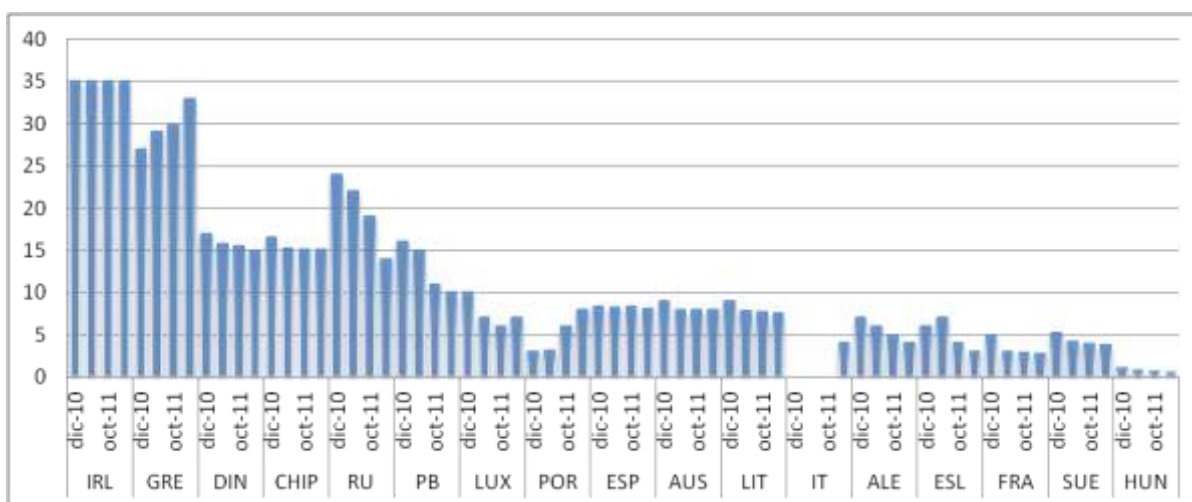
En consecuencia, se incrementaron de forma muy considerable los flujos de capitales entre Estados Miembros en búsqueda de una mayor rentabilidad y nuevas oportunidades, lo que aumentó la interdependencia. Estos flujos de capitales produjeron divergencias en las balanzas exteriores de los Estados Miembros y sobrecalentaron las economías que ejercían de receptoras. Como

consecuencia de ello, durante los años previos a la crisis, se acentuaron las diferencias entre países con balanza por cuenta corriente positiva y negativa. Estos movimientos podrían encontrar justificación en las decisiones entre ahorro e inversión por parte de los inversores que buscaban optimizar su nivel de consumo. El nuevo escenario permitía el acceso a mejores expectativas de crecimiento y nuevas oportunidades de inversión, que en teoría debían facilitar la convergencia de los Estados Miembros y sus economías. Pero en cambio, los movimientos de los flujos eran tan importantes que en lugar de financiar los desequilibrios externos, se convirtieron en un factor determinante de los mismos. Desde este momento, los desequilibrios en las balanzas por cuenta corriente reflejaban otra serie de problemas como la creación de burbujas inmobiliarias y expansiones incontrolables de crédito.

Durante el 2009, en Europa se apostó firmemente por la rápida solución de la crisis confiando ciegamente en la capacidad de los Estados Miembros de solucionar los problemas del sector bancario comunitario. Los Estados llevaban a cabo acciones coordinadas para ayudar a las entidades con problemas y el Banco Central Europeo facilitaba liquidez mediante subastas semanales con volumen ilimitado para que en ningún caso pudiera suceder lo mismo que en Estados Unidos con Lehman Brothers. La Comisión Europea aprobó un marco normativo que permitía a los Estados ayudar a los bancos con problemas a la vez que trataban de obligar a éstos a llevar a implementar planes de reestructuración e incentivar la rápida devolución de dichas ayudas. El importe destinado a ayudas fue muy elevado y puso de manifiesto la profundidad de los problemas, así como la firme convicción de que la recuperación de la crisis sería rápida una vez solventado el problema de la banca, sin prácticamente tener en cuenta el problema que subyacía a todo esto: la crisis de la deuda soberana.

GRÁFICO N° 3

TOTAL DE AYUDAS A BANCOS SOBRE PIB DE PAÍSES



Fuente: Banco Central Europeo

El 23 de abril de 2010 Grecia tuvo que solicitar ayuda financiera a la Eurozona y al Fondo Monetario Internacional al salir a la luz las cifras reales de deuda pública y déficit del país heleno. El plan de rescate se dotó con un importe inicial de 110.000 millones de euros para el periodo comprendido entre 2010 y 2012. De ellos, 80.000 millones serían préstamos bilaterales de los países que comparten la moneda única y el resto lo aportaría el FMI. La negociación del plan incluía un compromiso de recortes por importes muy elevados (30.000 millones) del déficit público del País. Tras el rescate, comenzó el debate en Europa sobre la necesidad de creación de mecanismos para la resolución de futuros problemas como el que estaban atravesando. Se crearon el Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM), Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad (EFSM). Solo unos meses más tarde, en noviembre de 2010 Irlanda tuvo también que solicitar el rescate por un importe algo inferior a los 100.000 millones de euros, esta vez, no tanto por los desequilibrios del país, sino por el inasumible coste del rescate de sus bancos. De este modo, con dudas sobre la viabilidad de la Eurozona cerraba el 2010.

El año 2011 comenzaba con una revisión al alza de las expectativas de crecimiento, especialmente en EEUU y Europa, mientras proseguían las incertidumbres derivadas de la crisis de financiación que no terminaba de prosperar en los países periféricos. Tras el rescate de Grecia e Irlanda, los mercados dudaban seriamente de la capacidad de Portugal para afrontar sus compromisos, y en el horizonte se empezaban a analizar España, Italia e incluso Bélgica. En España, con datos de reducción del déficit público de acuerdo al calendario pactado, el riesgo fundamentalmente estaba en la financiación del sistema bancario, un sistema formado por numerosas cajas de ahorro que más tarde se convertirían necesariamente en bancos, siendo el problema de trasfondo más de liquidez que de solvencia. Por otro lado, las autoridades chinas empezaban a acelerar el endurecimiento las condiciones monetarias y crediticias en un intento de evitar el sobrecalentamiento de su economía y las posibles burbujas que de ello se derivarían.

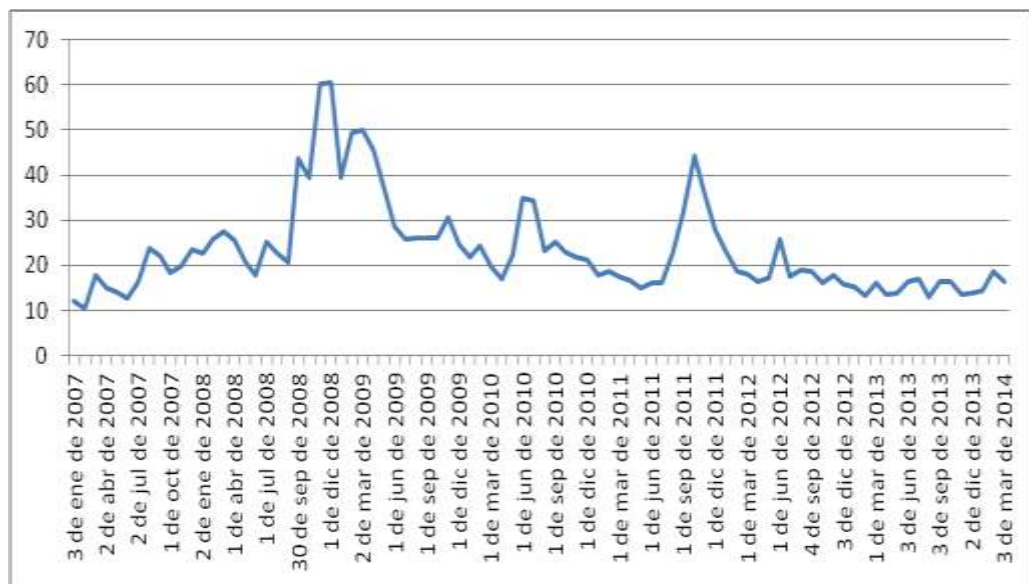
En los primeros meses del año 2011, el escenario geopolítico se vio fuertemente trastocado por dos serios problemas: las tensiones en Oriente Medio y Norte de África, y el terremoto de Japón en Fukushima. Como consecuencia del primero, los precios de las materias primas se dispararon elevando las expectativas de inflación y haciendo que los países desarrollados tuvieran que plantearse nuevas medidas de política monetaria. Por su parte, el problema en Fukushima tuvo un efecto temporal a nivel económico. El daño económico, que se cifró en un 4 por ciento del PIB del país, y la pérdida de la capacidad eléctrica, entre un 12 por ciento y un 15 por ciento del total, impactó en gran medida en la cadena de suministros. El Banco de Japón llevó a cabo un programa de compra de activos financieros por importe de un trillón de yenes, lo que provocó un impacto positivo en su economía a medio plazo.

Por otro lado, Estados Unidos, que comenzaba el año con una revisión al alza del crecimiento (3,6 por ciento), mejores expectativas en sus encuestas, y datos de desempleo sustancialmente mejores, se enfrentaba al final del plan de relajación cuantitativa (*Quantitative Ease II*) de la Reserva Federal

previsto para junio. Para esas fechas, el Tsunami en Japón y la consiguiente interrupción de la producción, unido a la subida constante de los precios del petróleo, por su efecto sobre el consumo, habían deteriorado de forma importante las previsiones iniciales. Los crecimientos anualizados en aquel momento se estimaban del 1,8 por ciento y la volatilidad volvía a los mercados.

GRÁFICO N° 4

VOLATILIDAD MEDIDA POR EL ÍNDICE VIX DEL SP 500 AMERICANO (2007-2014)



Fuente: elaboración propia con datos Yahoo finance.

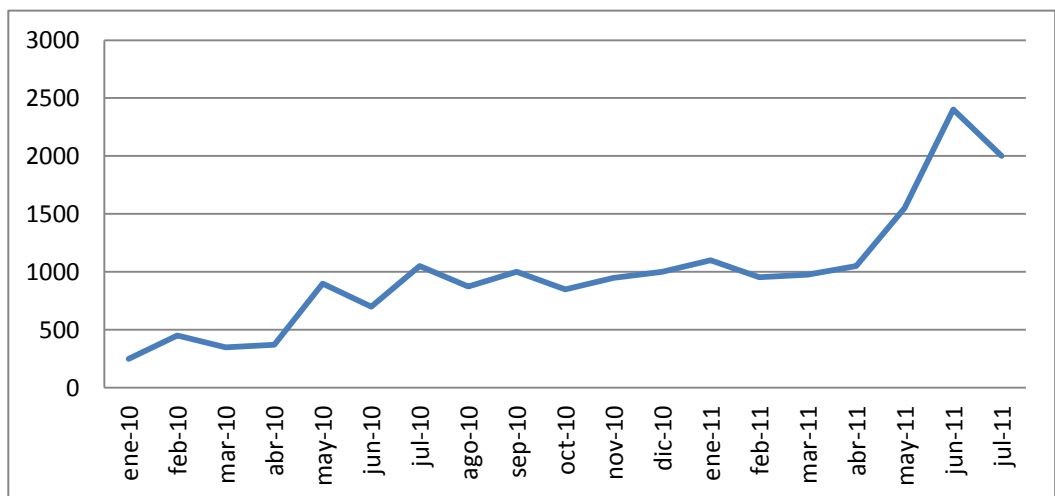
El 6 de abril de 2011, el entonces primer ministro de Portugal, José Sócrates, tuvo que solicitar la asistencia financiera a Europa. En las últimas emisiones de deuda soberana, el bono a cinco años llegó a alcanzar niveles superiores al 10 por ciento y la situación era insostenible. El plan de rescate superaba los 75.000 millones de euros en ayudas entre el Eurogrupo y el Fondo Monetario Internacional.

Así continuó un año repleto de contratiempos, y tras un verano en el que los mercados reflejaron un panorama complicado, tanto en renta fija como variable, Estados Unidos sufría la temida bajada de rating perdiendo la triple AAA y bajando a AA+. Tenía que gestionar la aprobación de un acuerdo para incrementar el techo de deuda dentro de un programa de consolidación fiscal.

Esta restricción fiscal se planificó para que comenzara en 2012, y esto incrementaba el riesgo de que se dieran menores tasas de crecimiento a partir del primer trimestre de ese mismo año.

En Europa, rescatados Grecia, Irlanda y Portugal, seguía reinando la incertidumbre respecto a Grecia y la posible reestructuración de su deuda. Se conjugaba una mezcla fatal. La deuda respecto de la producción interior del país era la mayor de Europa, seguía por encima del 150 por ciento. Además, el déficit del país heleno, que cuando solicitó la ayuda estaba en niveles del 14 por ciento, seguía superando el 8 por ciento después de haber adoptado numerosas medidas. El problema no tenía fácil solución, una reestructuración forzada hubiera traído graves consecuencias para el sistema financiero y la economía de toda la Eurozona. Era necesaria una nueva ayuda por parte de la Unión Monetaria que permitiese ganar tiempo y redujese algo las elevadísimas primas de corto plazo con las que debía financiarse. Para ello, lógicamente, la Eurozona exigía un programa de reformas aún más austero que otorgase algo de viabilidad al país. El Parlamento Griego fue aprobando los programas necesarios para ir liberando los diferentes tramos del paquete de ayudas y suavizó algo la prima que llegó a situarse a mediados de 2011 por encima de los 2.400 puntos básicos en el bono griego a 10 años.

GRÁFICO N° 5
CREDIT DEFAULT SWAP GRECIA (2010-2011)



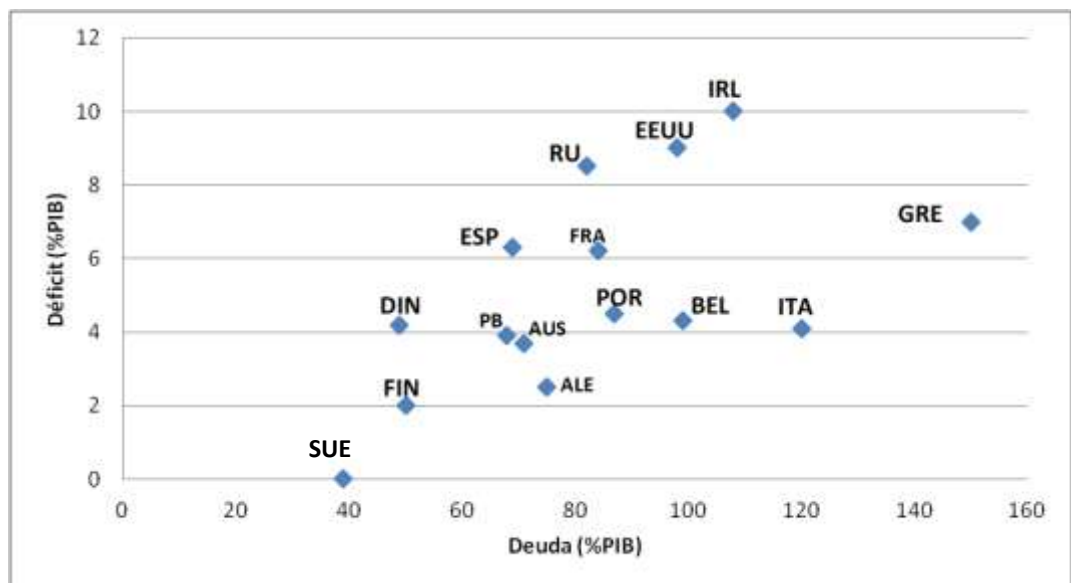
Fuente: elaboración propia con dato Thomson Reuters Datastream.

Los programas de ayudas a Grecia planteaban dificultades y fue entonces cuando el mercado empezó a poner foco en Italia y España. Estas dos economías representaban un problema totalmente diferente, su tamaño y aportación al crecimiento de la globalidad de Europa hacían peligrar la estabilidad de la Unión.

El Banco Central Europeo adoptó una serie de medidas. Primero, con un programa de compra de deuda soberana en el verano de 2011 y más tarde mediante la concesión de una línea de liquidez a tres años a la banca en los meses de diciembre de 2011 y febrero de 2012 (programa LTRO). Durante esos últimos meses de 2011 y primeros de 2012 todo el foco a nivel global se estaba centrando en salvar de la quiebra a España e Italia.

GRÁFICO N°6

SITUACIÓN MACROECONÓMICA PAÍSES EUROZONA Y EEUU (en términos de deuda y déficit respecto del PIB, diciembre 2011)



Fuente: Banco Central Europeo.

Mientras, los países emergentes parecían seguir ajenos a los problemas de los desarrollados y obtuvieron un crecimiento sostenido, aunque más débil que en los años anteriores. China se mantuvo creciendo a niveles del 9,5 por ciento e India del 7,7 por ciento. No obstante, en China comenzaban a presentarse síntomas de una burbuja inmobiliaria. La relajación de las

condiciones crediticias de finales de 2008 provocó una paulatina subida del precio de los inmuebles. Con el fin de combatir los efectos de la crisis, China anunció un estímulo fiscal de 586.000 millones de euros y puso menos restricciones a la concesión de crédito, creciendo éste a un nivel del 32 por ciento en 2009, prácticamente el doble de lo que lo venía haciendo en los cinco años anteriores.

No se puede decir que estuviera produciéndose una burbuja en todo el país, pero en las principales ciudades, y principalmente en aquellas de la costa sureste, como Shanghái, Shenzhen, Hangzhou los precios subieron fuertemente. Un estudio del Institute of Real Estate Studies de la Tsinghua University⁹ arrojaba datos de crecimiento en los precios de las 35 ciudades más grandes de un 225 por ciento en términos reales en el periodo 2000-2010.

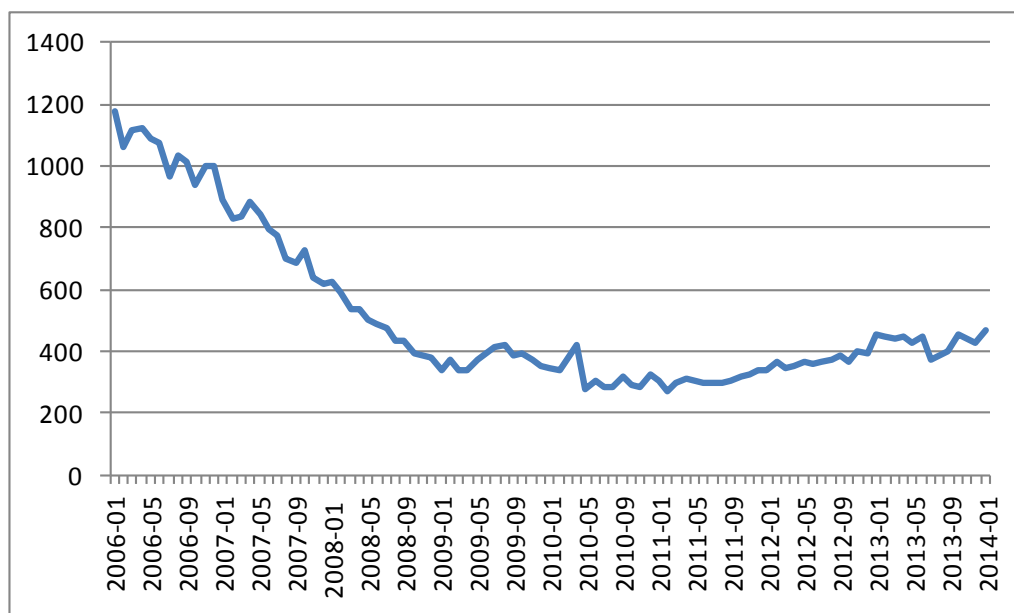
En los primeros meses de 2012 la Zona Euro entra en la segunda recesión de los últimos tres años. Desde mediados de 2010 el foco de atención pasó de la crisis *subprime* en Estados Unidos a la crisis de la deuda soberana de los países periféricos europeos, los más comúnmente conocidos como PIIGS (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España). Las elevadas cifras de desempleo, la pérdida de confianza por parte de los inversores, tanto extranjeros como nacionales, y fundamentalmente, una notoria contracción del crédito como consecuencia del despalancamiento del sector financiero y reestructuración de sus balances hicieron que Europa entrase en una crisis no únicamente económica sino también de dimensiones políticas y sociales. La confianza en el proyecto europeo comenzaba a ponerse en duda, y esta vez no solo por parte de los mercados, sino también de los propios ciudadanos. François Hollande ganó las elecciones francesas mostrando una política enfrentada a Alemania, cayó el gobierno Holandés, hasta el momento símbolo de austeridad fiscal, y aparecieron partidos políticos de corte radical en Grecia. Europa había basado su política en la reducción de los desequilibrios fiscales,

⁹ Xiao, G., Xue, L., & Woetzel, J. (2010). The Urban Sustainability Index: a new tool for measuring China's cities. *The Urban China Initiative-A joint initiative of Columbia University, Tsinghua University, and McKinsey & Company.*

presupuestarios, entre otros, y estaba sumida en una depresión importante mientras los Estados Unidos aplicando políticas ultra expansivas gozaban de una situación claramente mejor. Éstos, empezaban el año con indicadores de crecimiento por encima de expectativas, arrojando el último trimestre de 2011 un ritmo del 3,0 por ciento anualizado y reduciéndose de este modo las probabilidades de que entrasen en recesión de nuevo. En cualquier caso, la economía americana seguía siendo muy dependiente de las medidas fiscales. En relación a las principales encuestas de expectativas, los índices ISM manufacturero e ISM no manufacturero, seguían en zona de expansión (por encima de 50 puntos) aunque con tendencia dispar. El primero decrecía respecto al trimestre anterior, subiendo el segundo. El mercado laboral ofrecía una tendencia aún más clara, mejorando la tasa de desempleo en el último trimestre, cayendo del 9,1 por ciento al 8,3 por ciento y creándose 243.000 empleos. Por último, el mercado inmobiliario mejoraba de forma paulatina y constante, bajando los inventarios y el periodo medio de venta a mínimos desde el año 2006. El índice de expectativas inmobiliarias NAHB se doblaba desde septiembre de 2009.

GRÁFICO N° 7

VENTAS DE CASAS NUEVAS EN ESTADOS UNIDOS, MILES DE UNIDADES (2006-2013)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Census Bureau (2014).

China, la economía emergente por excelencia empezaba a mostrar datos que predecían una desaceleración respecto al quinquenio anterior. La encuesta del índice de gerentes de compras PMI, que mide la tasa de actividad, rondaba el nivel crítico de 50 puntos y las autoridades revisaban el crecimiento para el año 2012 a niveles del 7,5 por ciento, claramente inferior a los años precedentes. Las exportaciones comenzaban a sufrir como consecuencia de la menor demanda global y las importaciones tampoco ofrecían buenos datos. La inflación por su parte subía al 4,5 por ciento desde el 4,1 por ciento del último trimestre de 2011.

Con este panorama el año continuó su curso y entrados en el segundo trimestre el nivel de las primas de riesgo española e italiana se tensionó tanto que hacía pensar en posibles rescates y reestructuración de la deuda estatal. El mercado estaba pendiente de la adopción de medidas de gran calado en Europa, saltaban todas las alarmas pero no se llegaba a acuerdos suficientes. Las esperanzas se depositaban en la cumbre europea de junio. En ella se alcanzaron ciertos acuerdos que redujeron los riesgos de cola (quiebra del sistema financiero europeo, disolución del euro, entre otros), pero aún estaba muy lejos la solución del problema de fondo.

Se aprobó la recapitalización directa del sistema financiero español por parte del *European Financial Stability Facility* (EFSF) y *European Stability Mechanism* (ESM) y sin subordinar el resto de la deuda como intentaban imponer al principio. Con esto, se trataba de desvincular el riesgo bancario con el soberano. Alcanzado este acuerdo, el Ministro de Economía de España, Luis de Guindos, solicitó ayuda para rescatar la banca española por importe de 131.000 millones de euros. El riesgo que provocaría la quiebra del sistema financiero español era incalculable. Además, los mayores tenedores de deuda bancaria española, después de los propios españoles, eran Alemania, Francia y en menor medida Estados Unidos. El caso de España no fue el único; Francia, Bélgica y Luxemburgo tuvieron que solicitar un incremento de la

garantía para Dexia¹⁰, sumando el respaldo un importe total de 72.000 millones de euros.

En julio de 2012, y como consecuencia del gravísimo deterioro de la situación, en la reunión del Banco Central Europeo, Mario Draghi, presidente de esta institución decidió que haría lo que fuese necesario para salvaguardar el Euro y que esto sería suficiente. Estas manifestaciones marcaron un punto de inflexión en la crisis de deuda europea. A partir de este momento, las primas de riesgo comenzaron por fin a descender.

3. Otros acontecimientos

En la segunda mitad del año 2012 los principales acontecimientos tuvieron lugar en Estados Unidos y Japón. En ambos lugares iban a tener lugar elecciones que marcarían el rumbo de las proyecciones económicas:

En Estados Unidos, en noviembre, resultó vencedor por segunda vez Barack Obama frente a Mitt Romney, alternativa mucho más proclive al neokeynesianismo y con clara disposición, por tanto, a la adopción de medidas basadas en el incremento de la presión fiscal y redistribución, versus una política mucho más basada en la austeridad fiscal y el recorte impositivo a los sujetos con mayor poder adquisitivo.

En cualquier caso, poco después de realizarse el recuento de votos de las elecciones americanas, surgió un nuevo foco de atención. El denominado ‘abismo o precipicio fiscal’ (*Fiscal Cliff*). Este consiste en que, salvo que se alcanzara un acuerdo político antes de que tuviera lugar, el día 1 de enero de 2013, entrarían en vigor una subida impositiva y un recorte del gasto público que tendría un impacto fatal en la economía, hasta el punto de poner en jaque la capacidad de Estados Unidos hacer frente a sus compromisos de pago en el corto plazo.

¹⁰ Dexia o Grupo Dexia: institución financiera de origen belgo-francés, también conocida como Grupo Dexia cuya principal función era el proporcionar banca minorista y servicios de banca comercial a pequeñas y medianas empresas, gestión de activos, mercados financieros y seguros.

El motivo de esta situación se debe a que el Congreso de los Estados Unidos debe aprobar un nivel de endeudamiento total del Estado, el famoso techo de deuda. Autorizado éste, ha de aprobarse uno nuevo y así de forma indefinida. Cuando en agosto de 2011 se aprobó el último incremento del techo de deuda por importe de 2,1 billones de dólares, los republicanos lograron introducir una cláusula que incluía un compromiso de reducción del déficit fiscal. Este compromiso tenía como objetivo la reducción del déficit en 800.000 millones de euros antes del 31 de diciembre de 2012. De no lograrse, los recortes que entrarían en vigor serían por importe de 500.000 millones en gasto público y subidas impositivas por 85.000 millones más. En el transcurso del último año fiscal, el déficit total de los Estados Unidos ascendió a 1.089 billones de dólares, lo que representaba un 7,3 por ciento de su producto interior bruto, y en realidad proyectaba una tendencia razonablemente positiva, ya que se había reducido en un 16 por ciento pese a que la economía no había crecido prácticamente.

El trasfondo del problema era de índole político. Estaba en manos de los políticos la adopción de un nuevo incremento, de hecho, desde el año 2001 el techo de deuda se había incrementado en trece ocasiones, lo que ha supuesto un incremento de deuda adicional de 10,4 billones de dólares. Pero había muchos intereses encontrados, y cuando finalmente los mercados comenzaron a reflejar un alto grado de tensión se alcanzó un acuerdo temporal. Más adelante, hacía mediados de 2013, volverían a saltar las alarmas, en poco más de cuatro meses la administración Obama había añadido 300.000 millones de dólares de deuda nuevos al sistema tras la aprobación de un incremento de impuestos y unos recortes mínimos que no se habían producido. La situación continuó tensionándose hasta que el día 30 de septiembre de 2013 el gobierno federal de los Estados Unidos tuvo que cerrar las oficinas. Finalmente, el día 16 de octubre el Senado llegó a un acuerdo que otorgaba financiación al Gobierno hasta el 15 de enero y elevaba el techo de deuda hasta el 7 de febrero de 2014.

Por su parte, en Japón, en diciembre de 2013, el demócrata liberal Shinzo Abe resultó vencedor en las elecciones con un proyecto basado en un masivo programa de inversión en infraestructuras y medidas de política monetaria de dimensiones desconocidas. Estas medidas pronto se conocieron como las “Abenomics”. Este programa se aprobó definitivamente en mayo de 2013 con el lema “*Japan is back*”, después de que su economía llevase más de 23 años en una compleja situación deflacionista. El plan tenía como objetivo primordial alcanzar unos niveles de inflación anuales del entorno del 2 por ciento. Para ello adoptaron medidas de depreciación masiva del Yen, aumento del gasto público hasta alcanzar un déficit del 11,5 por ciento, monetización de la deuda pública, duplicación de la base monetaria e impulso de las exportaciones. Con todo, los datos que se hicieron públicos sobre el producto interior bruto del país hacían pensar que los efectos positivos derivados de ellas estaban apareciendo realmente. Los datos de crecimiento arrojaban cifras positivas durante cuatro trimestres consecutivos por primera vez en muchos periodos. En relación al mercado bursátil nipón, no exento de volatilidad, recogió las medidas con fortísimas subidas durante todo el año 2013 ofreciendo una revalorización superior al 50 por ciento.

Volviendo a Europa, en marzo de 2013 el Eurogrupo tuvo que alcanzar acuerdos para rescatar Chipre. El problema de esta economía se encontraba en la sobredimensionamiento de su sistema bancario, provocada por el hecho de que las entidades de este país funcionaban como entrada natural de capitales de no residentes, especialmente rusos, y estos bancos había asumido un riesgo excesivo en deuda soberana griega. El coste en términos económicos de la restructuración de la deuda griega supuso un 25 por ciento del producto interior chipriota, en torno a 4.500 millones de euros. Ya en 2011, Chipre tuvo que recurrir a un préstamo bilateral de Rusia por 2.500 millones. Fue a partir de entonces, sin ninguna perspectiva de mejora en el acceso a mercados de capitales y con un sistema bancario que no estaba en disposición de financiar nada, cuando empezó a deteriorarse gravemente su situación. El paquete que ofreció Europa consistía en 10.000 millones de euros y adicionalmente Rusia alargaría el vencimiento del préstamo que le

concedió en 2011. Una de las primeras exigencias de Europa consistía en establecer un marco legal contra el blanqueo de capitales y no adoptar políticas tan laxas como hasta el momento. Los números hablaban por sí mismos: el sistema bancario chipriota estaba compuesto por depósitos de no residentes, en su mayoría rusos en un 40 por ciento alcanzando los 27.000 millones de euros. El programa que acordó la Troika (el grupo de decisión y supervisión formado por la Comisión Europea, Fondo Monetario Internacional y Banco Central Europeo) exigía que se redujera en un 50 por ciento hasta 2018. Como consecuencia de las políticas llevadas a cabo, los activos totales del sistema bancario en Chipre alcanzaban un importe de 128.000 millones de euros, lo que suponía 7,25 veces el tamaño de su producto interior bruto.

El rescate de Chipre, aunque solo representaba un 0,2 por ciento del PIB de la Eurozona, era un tema absolutamente estratégico. El problema residía en recapitalizar su sistema bancario y se estaban sentando las bases para futuros conflictos con alguna entidad financiera en otro país de Europa. Los mercados comenzaron a reflejar intranquilidad ante la posibilidad de un efecto contagio cuando se propuso que los inversores privados fueran los que asumieran los costes de la reestructuración con quitas en los depósitos, sin respetar las inversiones más pequeñas. Hasta el momento, los depósitos bancarios se habían percibido prácticamente como un activo libre de riesgo y esta posibilidad hacía que el sistema se tambalease. El Eurogrupo se tuvo que desdecir, y finalmente reafirmó la importancia de garantizar plenamente los depósitos de hasta 100.000 euros de forma que solo entrasen en la reestructuración los importes superiores. A raíz de este problema se hizo mucho hincapié en el establecimiento de un marco claro que definiera qué activos quedaban sujetos a reestructuraciones y cuáles no. Únicamente quedarían fuera de la masa de activos sujetos reestructuraciones las cédulas hipotecarias (*covered bonds*) y los mencionados depósitos, por importe inferior a 100.000 euros.

4. Luz al final del túnel

Con este entorno, el comienzo del 2013 a nivel bursátil resultó razonablemente positivo también en Europa. La realidad es que los años precedentes habían sido tan complicados que casi todo estaba ya descontado. Los inversores estaban acostumbrados al flujo de noticias negativas y a una constante incertidumbre, y llegados a este punto, casi cualquier previsión algo menos negativa parecía ser bien recogida por el mercado.

En mayo de 2013, el ex presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED), Ben Bernanke, envió un mensaje al mercado que suponía un claro cambio de tendencia. Parecía que la economía norteamericana había encontrado definitivamente la senda del crecimiento y empezaba a llegar el momento de plantearse la forma de retirar parte de los estímulos de los que había gozado hasta el momento esa economía¹¹. El mercado reaccionó con temor y las bolsas mundiales tuvieron un fuerte retroceso en los meses precedentes al verano. Por su parte, el bono del Tesoro de los Estados Unidos comenzó a caer en precio y ofrecer mayores rentabilidades. Los inversores hacían sus planteamientos de inversión bajo la tesis de un menor exceso de liquidez en el sistema y ponían en duda la capacidad del país para seguir creciendo sin esas ayudas. Sorprendentemente las bolsas que más corrigieron no fueron las norteamericanas, sino las de los países emergentes. Parte de ese exceso de liquidez que había en el sistema, había ido dirigida a las únicas economías que seguían creciendo durante la crisis, y ahora que las políticas parecían comenzar a drenar liquidez, se produjeron ventas masivas en dichas áreas geográficas. Adicionalmente, como veremos a continuación, parecía que estas economías emergentes ofrecían crecimientos inferiores a los años precedentes. Ante tales eventos, la FED pospuso la retirada de estímulos para más adelante y no fue hasta el 18 de diciembre cuando se produjo la decisión de reducir de forma paulatina el programa de compra de bonos estatales y

¹¹ En el siguiente apartado se abordarán este conjunto de medidas de política monetaria.

cédulas hipotecarias por importe de 10.000 millones de dólares menos (el plan hasta el momento consistía en la compra mensual de estos activos por importe de 85.000 millones). Esta retirada vino acompañada de un meticuloso plan de comunicación que vinculaba la retirada de estímulos a variables objetivas de la economía como el desempleo, inflación y crecimiento, que lanzaran un mensaje claro a los inversores sobre el compromiso que tenía la Reserva Federal de los Estados Unidos con la búsqueda del crecimiento económico, y de modo que diesen visibilidad sobre la toma de decisiones futuras. A esta novedosa herramienta de política monetaria se le denomina “*forward guidance*”.

Europa entretanto, recuperó la senda del crecimiento en el segundo semestre del año 2013, después de año y medio de recesión. La economía de la Eurozona se expandió un 0,3 por ciento impulsada por Alemania (0,7 por ciento) y Francia (0,5 por ciento). Las expectativas de otras economías aún en recesión, como España (-0,1 por ciento), Italia (-0,2 por ciento) y Holanda (-0,2 por ciento) también mejoraban considerablemente. Esta segunda mitad del año 2013 fue magnífica a nivel bursátil para las economías desarrolladas.

Para terminar, en relación a los países emergentes, se confirmaba la desaceleración de sus economías. Al cierre de 2013, China alcanzó crecimientos de 7,6 por ciento anuales siendo la única que se salvaba de fuertes revisiones a la baja. La previsión para el conjunto de las economías emergentes se situó en el 5,1 por ciento para el 2014, lo que significaba un reajuste del entorno del 0,5 por ciento respecto a lo que se había previsto seis meses atrás¹². Brasil, Rusia e India mostraron datos peores de lo esperado.

¹² Tal y como advirtió Olivier Blanchard, economista jefe del Fondo Monetario Internacional¹² en la conferencia de prensa inaugural de las reuniones anuales de dicha institución y el Banco Mundial en Washington, “los mercados emergentes están enfrentando el desafío de un crecimiento que se detiene mientras se endurecen a la vez las condiciones financieras” (2013).

VI. MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA

Las políticas monetarias se implementan en los distintos Estados por los Bancos Centrales. En el caso de la Unión Europea y de Estados Unidos, por el Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal (FED), respectivamente. Los principales objetivos de estas políticas son básicamente dos: la orientación general monetaria en base a un tipo de interés y el control de las operaciones de liquidez, a través de medidas directamente relacionadas con el balance de los bancos centrales. Ambas se resumen en el mantenimiento de la estabilidad de precios.

Los tipos de interés oficiales del Banco Central vienen determinados por el tipo de interés mínimo de las subastas de operaciones mínimas de financiación (también conocidas como OPF). Por su parte, los de la Reserva Federal se fijan conforme a los fondos federales (*federal funds rates*).

En el contexto de esta crisis financiera, ambos Bancos Centrales han llevado a cabo tanto medidas convencionales, basadas principalmente en la bajada de los tipos de interés oficiales, como medidas no convencionales, necesarias frente a la insuficiencia de las primeras.

1. Medidas convencionales

Las medidas convencionales son aquellas decisiones de política monetaria que se basan, principalmente, en la modificación de los tipos de interés oficiales. En líneas generales, las medidas convencionales de política monetaria que se llevaron a cabo hasta octubre del 2008 tuvieron como objetivo: incrementar en número y volumen las operaciones de financiación a largo plazo, mantenimiento del tipo interbancario a corto plazo en la línea del tipo oficial, aumento de la distribución de la liquidez del sistema. Fueron medidas que, en líneas generales, funcionaron correctamente el crisis precedentes. No obstante, la crisis financiera del 2007 contenía nuevos elementos que la hacían distinta a las anteriores. Por ello, las medidas de política monetaria convencionales sólo sirvieron al comienzo de la crisis para paliar los efectos que vaticinaba el fin

del ciclo económico. No obstante, pronto quedaría patente la insuficiencia de las mismas.

Desde el comienzo de la crisis en 2007 hasta 2008, Estados Unidos redujo pronunciadamente los tipos de interés, desde el 5,25 por ciento en septiembre de 2007 hasta el 2 por ciento en abril del año siguiente (325 puntos básicos). Ninguna de las otras economías mundiales modificó tan a la baja sus tipos oficiales. Tal y como señala Pérez y Silos (2010), esta drástica bajada de los tipos oficiales suponía una política claramente encaminada a evitar la recesión.

El 8 de octubre del 2008, la FED y el BCE, junto con los bancos centrales de Canadá, de Inglaterra, de Suecia, de Suiza y el apoyo del de Japón, acordaron una rebaja conjunta de sus tipos de interés oficiales. En Estados Unidos los tipos estaban cercanos al cero por ciento. Se fijó el tipo oficial en una banda entre el cero y el 0,25 por ciento.

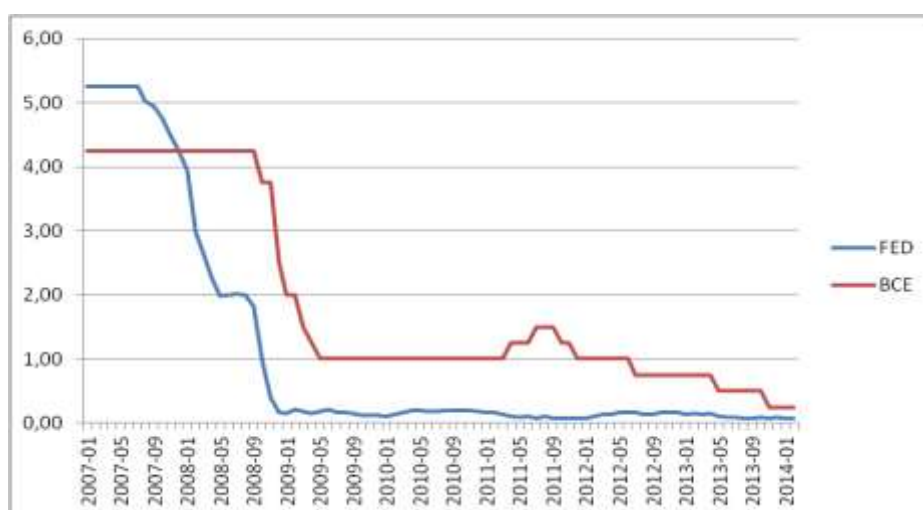
Todas estas medidas iban acompañadas por una fuerte política comunicativa, cuyo principal objetivo era influir en las expectativas de los agentes. Los mensajes enviados recalcaban la idea de confianza y de fuerza, resaltando la idea de que la FED haría todo lo que estuviese en sus manos para acabar con la crisis económica.

En la Eurozona los tiempos concurren de distinta manera. Mientras que a mediados del 2007 la FED rebajaba su tipo de interés oficial, el BCE mantenía el propio constante. La principal razón era que, mientras que en Estados Unidos los precios de las viviendas comenzaban a desplomarse, en Europa se temía el inicio de un período inflacionista, provocado principalmente por el alza en los precios del barril de petróleo y de las materias primas. En julio de 2008 hubo incluso un repunte en el tipo oficial (aumento en 25 puntos básicos), si bien comenzaron a rebajarse a partir de este momento, llegando al uno por ciento ya en mayo de 2009 (reducción en 325 puntos básicos). El tipo oficial en Europa no se encontraba tan bajo desde la Segunda Guerra Mundial. El tipo oficial se mantuvo en el uno por ciento fijo hasta abril del 2011, cuando el BCE decidió aumentarlo al 1,25 por ciento.

Por tanto, a diferencia de Estados Unidos, el BCE no centró sus políticas monetarias con tanta intensidad en la bajada de los tipos de interés oficiales. En cambio, concentró sus fuerzas en el control de la liquidez y en asegurar que las entidades de crédito tuvieran acceso a la misma. Se modificó el calendario y el plazo de vencimiento las operaciones de inyección de liquidez del BCE. Para reforzar y proporcionar mayor liquidez al sector interbancario, en la primavera del 2008, el BCE implementó operaciones complementarias a tres y seis meses, potenciando así las Operaciones de Financiación a más Largo Plazo (OFMLP)¹³, en detrimento de las Operaciones Principales de Financiación (OPF)¹⁴, cuyo plazo de vencimiento es una semana.

GRÁFICO N° 8

EVOLUCIÓN TIPOS DE INTERÉS (en tantos por ciento) FED Y BCE (2007-2013)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la FED y el BCE.

2. Medidas no convencionales

Las políticas monetarias no convencionales son también conocidas como políticas de expansión monetaria cuantitativa del balance (*quantitative easing*). Su origen debe situarse en las políticas implementadas por el Banco Central de Japón durante los años 2001 a 2006 en el marco de la lucha de las autoridades niponas por combatir la

¹³ También denominadas LTRO (*Longer Term Refinancing Operations*).

¹⁴ También denominadas MRO (*Main Refinancing Operations*).

deflación a la que se enfrentaban. Emplearon para ello una expansión monetaria del balance del Banco Central, por medio de una expansión de las reservas.

El contexto y envergadura de la crisis dejaba sin efecto a las medidas de política monetaria tradicionales. Los instrumentos convencionales no tenían capacidad para introducir nuevos estímulos en la economía. Además, los tipos eran tan bajos que no quedaba margen de rebaja adicional. Por ello, a partir de octubre del 2008, tras la crisis de Lehman Brothers, era necesario buscar nuevas políticas no convencionales que suplieran las carencias de las ya agotadas políticas convencionales.

No puede hablarse de un único tipo de medidas no convencionales, y mucho menos si distinguimos entre el plano norteamericano y el europeo. Las medidas no convencionales, aunque parten del esquema principal de expansión de los balances de los bancos centrales, fueron diametralmente distintas en Estado Unidos y en Europa. Las razones son de tipo estructural, principalmente. Mientras que en Europa la financiación económica depende en gran medida del sector bancario, en Estados Unidos recae en los mercados financieros en mayor medida. Consecuentemente, las medidas no convencionales europeas han ido dirigidas, principalmente, a apoyar el crédito mediante el aumento de liquidez de las entidades bancarias, si bien las americanas se han apoyado en diversas intervenciones dentro de los distintos segmentos del mercado de crédito. En Europa, las medidas no convencionales reciben el nombre de “medidas de apoyo reforzado al crédito” y en Estados Unidos “*credit easing*”.

a. *Credit Easing* en Estados Unidos

La mayoría de estas medidas fueron creadas *ad hoc* por la FED y en líneas generales suponen, por un lado, la concesión de préstamos y por otro, la compra de activos en el mercado. El conjunto de ellas se apoyan en el aumento exponencial del balance de la FED.

En agosto de 2007, cuando los mercados financieros comenzaban a prever la crisis que se aproximaba, el principal problema lo constituyó la dificultad del acceso a la liquidez en los mercados monetarios. Por ello, junto con la bajada de tipos y con el objetivo de mejorar la distribución de la liquidez, la FED llevó a cabo una ampliación del recurso a la misma. En primer lugar lo hicieron por

medio de la oferta de operaciones de descuento a las entidades bancarias. No obstante, las entidades no recibieron este tipo de medida con entusiasmo, ya que si acudían a la ventana de descuento, el mercado lo castigaba, interpretando ésto como una clara señal de debilidad financiera estructural. Por este motivo, creó la FED en diciembre del 2007, lo que se conoce como *Term Auction Facility* (TAF). En el TAF se exigían el mismo tipo de garantías que en los préstamos concedidos a través de las operaciones de descuento, pero se operaba por medio de una subasta anónima. Por otro lado, se ampliaron los plazos de los préstamos hasta los tres meses para las entidades de crédito (*Primary Credit*), creadores de mercado y bancos de inversión (*Primary Dealer Credit Facility* y *Term Securities Lending Facility*). También se amplía la lista de activos que pueden ofrecerse como garantía

Otro de los objetivos que perseguía la FED era inyectar liquidez en moneda extranjera en sus mercados. Por esta razón, la FED, el BCE y otros bancos centrales acordaban la apertura de líneas de *swap* de divisas entre ellos. Se conseguía así garantizar una adecuada provisión de liquidez, denominada en divisa extranjera, a las entidades no residentes en cada Estado, respectivamente.

No obstante, pese a los esfuerzos de la FED por reactivar la economía mediante las inyecciones de liquidez, estas no traspasaban las entidades bancarias, que se volvieron totalmente impermeables a los mercados financieros. El crédito no fluía, y por ello la FED tuvo que intervenir también sobre el mercado no bancario o de capitales. Los principales objetivos eran los fondos del mercado monetario y los fondos de inversión colectiva, por ser estos la principal fuente de financiación de los sectores no bancarios. A este efecto fueron creados el AMLF (*Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*) y el CPEF (*Commercial Paper Funding Facility*), en septiembre y octubre de 2008, respectivamente. Estas medidas consistían en la adquisición de valores de renta fija (papel comercial) de los sectores mencionados anteriormente. Para apoyar el crédito de particulares y pequeñas y medianas empresas fue creado el TALF (*Term Asset-Backed Securities Loan*

Facility), que permitía a la FED facilitar préstamos a cambio de colateral a los tenedores de activos garantizados. Con el objetivo de facilitar la financiación a los inversores en los mercados monetarios se implementó el MMIFF (*The Money Market Investor Funding Facility*).

Junto a las medidas de inyección de liquidez, la FED, con el objetivo de mejorar la situación de los mercados de crédito privado, acudió a la compra de obligaciones y bonos de titulización hipotecaria en el mercado abierto, de Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae y Federal Home Loan Bank, empresas vinculadas al Gobierno y relacionadas con el mercado hipotecario. Fue implementado a partir de enero de 2009 y se materializó en la compra de títulos del Tesoro (*Treasury OMO*) y de títulos garantizados por hipotecas (*Mortgage-Backed Securities OMO*).

Por último, a lo largo de 2008 y 2009 se aprobó el LLC (Maiden Lane Limited Liability Company) con el fin de apoyar a instituciones específicas. En concreto, se apoyó a JP Morgan con una línea de rescate para la compra de Bear Stearns, a la aseguradora AIG con líneas de rescate, a Citigroup y a Bank of America para la compra de Merrill Lynch.

b. Medidas de apoyo reforzado al crédito en la Unión Europea

En octubre del 2008 fue aprobado un conjunto de medidas no convencionales, con el objetivo primordial de impulsar más aún el flujo del crédito. Recibieron el nombre de “Medidas de Apoyo Reforzado al Crédito”:

- Cambio en las Operaciones Principales de Financiación: fueron sustituidas por un procedimiento de subasta semanal a tipo fijo con adjudicación plena, previa entrega de activos de garantía adecuados.
- Ampliación de la lista de activos aceptados como garantía en operaciones de liquidez y de las entidades de contrapartida.
- Se aprobaron desde mayo de 2009 operaciones adicionales a seis y 12 meses para reforzar la liquidez y de las entidades de contrapartida.

- Aprobación en julio de 2009 del Programa de adquisición de bonos garantizados (*covered bonds*). Lo que permitía este programa era que estos bonos, emitidos en la zona euro por las entidades de crédito en la Eurozona y con vencimiento entre tres y siete años, fueran directamente adquiridos por el BCE en el mercado primario y secundario.

- Como consecuencia de la crisis soberana, se aprueba en mayo de 2010 el Programa para el Mercado de Valores. Por el mismo se autoriza al BCE para comprar: en el mercado secundario, instrumentos de renta fija negociables y admisibles emitidos por las administraciones centrales o entidades públicas de los Estados Miembro cuya moneda sea el euro; y en mercados primario y secundario, instrumentos de renta fija negociables y admisibles emitidos por las administraciones centrales o entidades privadas constituidas en la zona euro. Lo característico de estas operaciones es que deben ser esterilizadas (se neutraliza la compra de activos por parte del BCE mediante el aumento de los saldos en cuenta corriente).

VII. CONCLUSIONES

En este trabajo se ha analizado el impacto que la crisis económica iniciada en 2007 ha tenido sobre los mercados bursátiles. En primer lugar, la crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de una intervención de las autoridades económicas para dirigir el proceso de recuperación. Parece que se ha evidenciado que, ante situaciones extremas como las que han experimentado las economías desarrolladas en estos últimos años, las autoridades de los distintos países deben mediar en el mercado para evitar una situación límite. Y se plantea nuevamente la posibilidad de implementar una intervención no solo *ex post*, si no también *ex ante*, precisamente para que no vuelva a repetirse una crisis económica de la envergadura de la que es objeto del presente estudio.

En segundo término, se ha comprobado la capacidad, por parte de los países en vías de desarrollo, de descorrelacionar sus economías de las de los países desarrollados. Este efecto de *decoupling* que han experimentado las economías emergentes ha tenido un doble efecto: desde el punto de vista interno, ha permitido mantener crecimientos sólidos; y desde el punto de vista externo, ha dotado de estabilidad a la demanda global.

En tercer lugar, se ha puesto de manifiesto la diferencia entre las políticas monetarias norteamericana y europea. Mientras que la FED se ha centrado en la inyección de liquidez en el sistema, con políticas que buscaban el crecimiento económico a toda costa, en Europa las medidas adoptadas han sido de corte más conservador. El BCE sigue persiguiendo ante todo, el control de la inflación, la estabilidad de los precios y además, se insiste (sobre todo desde Alemania) en la necesidad de tomar medidas de reequilibrio de las economías más débiles, ralentizando de esta manera el proceso de recuperación. Si las instituciones europeas consiguen afianzar este nivel de reestructuración y control, el crecimiento en la Unión Europea sería, probablemente, mucho más robusto que el americano. No obstante, la pregunta que en seguida surge es, ¿realmente lo acabarán consiguiendo? Y si lo consiguen, ¿a qué precio será? Parece inevitable en este punto no acordarse en el gran proceso de devaluación interna al que han

tenido que someterse las economías periféricas y la pérdida, en cierta medida, del estado de bienestar.

Un cuarto punto de conclusiones es el referente a que parece que se ha evidenciado el hecho de que dejar quebrar entidades o economías sistémicas ha resultado ser una prueba fallida. En un mundo globalizado y profundamente intercomunicado, el efecto contagio produce efectos incalculables y de elevado alcance.

Finalmente, aunque parece que la situación de la economía mundial comienza a estabilizarse lentamente, existen divergencias entre las distintas economías. Por un lado, convendría observar si la retirada de estímulos de la autoridad económica norteamericana produciría efectos sobre la propia economía interna o bien sobre las economías de otros países, entre ellos los emergentes. Por otro lado, Japón continúa implementando políticas monetarias muy agresivas para tratar de salir del escenario deflacionista en el que llevan inmersos durante más de 20 años. Respecto a Europa, persiste el riesgo deflacionista y aún no se percibe un crecimiento económico firme. Por tanto, no puede asegurarse todavía que la crisis haya terminado y los mercados bursátiles continuarán siendo muy sensibles a la coyuntura económica.

BIBLIOGRAFÍA

Artículos y manuales:

- Álvarez, N.; Medialdea, B. (2009). Financiarización, crisis económica y socialización de las pérdidas. *Viento Sur*, 100, pp. 21-32.
- Asenjo, E. P., y Ribas, M. S. Credit easing: la política monetaria de la reserva federal durante la crisis financiera. *Boletín Económico de ICE* n° 2995 del 16 al 31 de agosto de 2010, pp. 11-24.
- Ayuso, J., Malo de Molina, J. L., y Montalvo, M. (2011). El papel de los bancos centrales durante la crisis financiera: lecciones para el futuro. *Mecanismos de prevención y gestión de futuras crisis bancarias*, pp. 49-64. Fundación de Estudios Financieros.
- Banco Central Europeo (2010). La orientación de la política monetaria del BCE durante la crisis financiera. *Boletín Mensual*, enero. <http://goo.gl/tcCY7R>
- Benzo, A. y Cuerpo, C. (2012). La crisis de deuda soberana: una perspectiva europea. *Perspectivas del sistema financiero* n. ° 105, pp. 1-21.
- Burns, A. F. y Mitchell W. C. (1946). *Measuring business cycles*. National Bureau of Economic Research Books. Estados Unidos.
- Esteve, V., y Prats, M. (2011). La utilización de medidas de política monetaria no convencional frente a la crisis financiera internacional. *Revista Principios*, N° 19/2011, pp. 5-34.
- Ferreira, V. M., y Marzábal, Ó. R. (2012). La crisis financiera global en perspectiva: génesis y factores determinantes. *Revista de Economía Mundial* (31), pp. 199-226.
- International Monetary Fund. (2007). Money for nothing and checks for free: Recent developments in US subprime mortgage markets. Kiff, J., & Mills, P. <http://goo.gl/8UDg5w>
- La Caixa Research (2008). ¿Burbuja Inmobiliaria en China? Canals, C. y Carreras-Solanas, M. <http://goo.gl/xndfP9>
- La Caixa Research (2013). Actualidad sistema financiero: rescate a Chipre. Estudios y Análisis Económico Nota 6/2013. <http://goo.gl/tGzEiB>

- Machinea, J. L. (2009). La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica. *Revista de la CEPAL*, 97. Pp. 33-56.
- Martín-Aceña, P. (ED.) (2011). *Pasado y Presente. De la Gran Depresión del siglo XX a la Gran Recesión del siglo XXI*. Bilbao, Fundación BBVA.
- Ministerio de Economía y Competitividad, Gobierno de España (2014). Síntesis de Indicadores Económicos, Informe trimestral. <http://serviciosweb.meh.es/apps/dgpe/textos/ice/infotrim/icepub.pdf>
- Moral, C. (2011). *Mercados Financieros II: Renta variable, renta fija y productos derivados*. Madrid, España: IT&FI.
- Novales, A. (2010). Política Monetaria antes y después de la crisis financiera. Departamento de Economía Cuantitativa Universidad Complutense. <http://goo.gl/izCDUL>
- Tudela, J. G. (1975). Los índices bursátiles: significación económica y financiera. *Revista española de financiación y contabilidad*, 4(14), pp. 507-528.