

DESARROLLOS RECIENTES EN ECONOMÍA FINANCIERA

RAFAEL MORALES-ARCE

Catedrático de Economía Financiera

Académico de Número de la Real Academia de Doctores de España

Durante el mes de julio de 2008 se celebró en la sede del Real Colegio Universitario Complutense en la Universidad de Harvard (USA), un Seminario bajo el título «Recent Developments in Financial Economics», que ha contado con la presencia de más de cincuenta profesores e investigadores en temas relacionados con la economía financiera. Sirva esta nota para resumir las impresiones recogidas por mi participación en dicho seminario.

Su objetivo se centró en la profundización en el conocimiento de los aspectos más novedosos de la investigación en economía financiera, así como la creación de un foro propicio para desarrollar intercambios relevantes para la investigación en este campo del saber. Y de manera especial la de ofertar a los participantes de una revisión actualizada de las tendencias más recientes en algunos temas claves de la economía financiera; la discusión de metodologías innovadoras en diferentes áreas de especialización, así como el estímulo de contactos con profesores y expertos de centros de investigación de prestigio.

En el mismo han participado como ponentes profesores de diversas Universidades norteamericanas (Harvard, Massachusetts Institute of Technology —M.I.T.—, Chicago y Princeton) y europeas (Imperial College London, Stockholm School of Economics y Escuela de Finanzas Aplicadas), contando con la asistencia de profesores de diversas Universidades españolas; expertos de entidades financieras de conocido arraigo y de representantes de firmas de análisis financiero internacional.

Las áreas temáticas objeto de discusión se centraron en tres cuestiones básicas y una serie de ponencias que se detallan seguidamente:

— *Quantitative Finance:*

- «**ECONOMIC CATASTROPHE BONDS**», desarrollada por Joshua D. Coval, Jakub W. Jurek y Eric Stafford, de la Universidad de Harvard.
- «**WHAT HAPPENED TO THE QUANTS IN AUGUST 2007**», de Amir E. Khandani, del Laboratorio de Ingeniería Financiera del M.I.T., y Andrew W. Lo, de la Sloan School of Management, también de aquella institución.

- «**THE TREE OF KNOWLEDGE**», elaborada por J. Fernández y Paul McManus, de Analistas Financieros Internacionales.

— *Real Estate, Banking and Subprime Crisis:*

- «**THE CONSEQUENCES OF MORTGAGE CREDIT EXPANSION: EVIDENCE FROM THE 2007 MORTGAGE DEFAULT CRISIS**», de Atif Mian y Amir Sufi, ambos de la Universidad de Chicago.
- «**DECIPHERING THE 2007-2008 LIQUIDITY AND CREDIT CRUNCH**», a cargo de Markus K. Brunnermeier, de la Universidad de Princeton.
- «**SUBPRIME IN SPAIN?**», elaborada por Ángel Berges y A. García Mora, de la Escuela de Finanzas Aplicadas.

— *Asset Allocation, Investments and Capital Markets:*

- «**A GAP-FILLING THEORY OF CORPORATE DEBT MATURITY CHOICE**», elaborada por Robin Greenwood, Samuel Hanson y Jeremy C. Stein, todos ellos de la Universidad de Harvard.
- «**GLOBAL CURRENCY HEDGING**», de John Y. Campbell, Karine Serfaty-de Medeiros y Luis M. Viceira, de la Universidad de Harvard, presentada por este último, que tenía, además, la responsabilidad de codirección del Seminario, y
- «**FIGHT OR FLIGHT? PORTFOLIO REBALANCING BY INDIVIDUAL INVESTORS**», de Laurent E. Calvet, del Imperial College London; John Y. Campbell, de la Universidad de Harvard, y Paolo Sodini, del Stockholm School of Economics, de Suecia.

Para las personas interesadas en el conocimiento de las **cuestiones más relevantes** abordadas en el Seminario, se resumen seguidamente algunas de las de mayor interés:

- En primer lugar, hubo un consenso generalizado sobre las **repercusiones negativas** que las actuales turbulencias trasladarán a las economías de los países desarrollados, en especial a los de mayor pujanza en la inversión en el sector inmobiliario, entre ellos, España. Así como en los que emitieron, utilizaron o aseguraron instrumentos titulizados. Los datos conocidos en los últimos días [crisis de Lehman Brothers, Merrill Lynch, American Insurance Group (AIG), etc.] y los que puedan sobrevenir no hacen más que confirmar los efectos apuntados.
- Por otra parte, si una de las estimaciones más solventes del impacto cuantitativo de la crisis financiera se ha cifrado en **un billón de dólares**, y, hasta ahora, como sostiene el Fondo Monetario Internacional, se ha localizado algo más de la mitad, habrá que esperar a conocer el desenlace del resto de la suma, así como del buen fin de los instrumentos financieros emitidos a mayor plazo.
- La firma Bloomberg estima que las **provisiones por pérdidas** contabilizadas por todas las entidades desde el inicio de la crisis ascienden a **0,5 billones** de dólares, la mitad de las cuales corresponde a entidades cuya sede social está

fuera de los Estados Unidos. Dicha cifra, añadimos nosotros, equivale al 33 por 100 del PIB español de un año.

- La actual **fase financiera de la crisis** está generando efectos que incidirán sobre la economía real, y ello a través de dos vías: la menor disponibilidad de crédito en las entidades financieras, hecho que afecta a empresas y particulares, así como el empeoramiento del nivel de confianza de estos. Es muy probable que tales efectos sean más intensos en los próximos meses.
- En esta línea hemos de indicar que **la reducción de la liquidez y el consiguiente aumento del diferencial a los préstamos interbancarios** está propiciando un cambio de comportamiento en algunas entidades financieras multinacionales: a) o bien acudiendo a las socorridas ampliaciones de capital, cuando son posibles; b) o a la limitación de algunas líneas del negocio tradicional bancario. La mayor apelación a las facilidades de los Bancos Centrales se ha puesto de manifiesto, en especial, en Europa, en el que algunas entidades han más que duplicado sus solicitudes en relación a lo que venían haciendo en tiempo pasado. España es uno de los países que se encuentra en esta situación.
- Se ha estimado que el importe de los «**productos estructurados**» han podido superar los **nueve trillones de dólares**, el 60 por 100 de los cuales aspiraba a tener calificaciones AAA. La beligerancia de alguna de las Agencias de Rating está en el origen de los episodios de insolvencia que se han conocido hasta ahora en estos instrumentos. Evidentemente, una de las correcciones que habrían de ponerse sobre la mesa de los órganos reguladores es el «conflicto de intereses» entre las agencias y los emisores, que pueden lograr buenas calificaciones a sus emisiones, en buena parte, como «compensación» al negocio que generan a aquellas.
- Se aludió al instrumento **ECB (Economic Catastrophe Bond)** como de gran utilidad para la optimización del rendimiento por unidad de riesgo asumido, pudiendo ser visto como una respuesta endógena que relaciona adecuadamente los precios de los activos con sus rendimientos/riesgos.
- En relación a los **Hedge Funds**, muchos se preguntaban si tenían futuro como instrumentos de mercado. Las grandes pérdidas contabilizadas por los que tradicionalmente parecían más rentables a partir del mes de agosto de 2007 abonaban esta posición. Se estimó que las «perturbaciones» fueron ajenas al sector «equity» —mercados e instrumentos— sugiriendo que el riesgo sistémico en la industria de *hedge funds* ya venía aumentando en los últimos años por su alta exposición a activos ilíquidos; menores expectativas de altas tasas de retorno; la inexperiencia de algunos inversores, etc., todo ello abonando una alta probabilidad de liquidación. Las actuaciones de los *hedge funds* desde la aparición de las turbulencias ha influido muy poderosamente en la volatilidad en la cotización de muchos títulos, generando perjuicios de incalculable valor.
- Por otra parte, se puso en entredicho la validez del clásico criterio del «**descuento de flujos de caja**» como medida de utilidad para la valoración de los instrumentos financieros. La incertidumbre de alguno de sus componentes ava-

laba esta posición. En todo caso, se sostenía que era un criterio que podría seguir teniendo utilidad tras la introducción de los ajustes en la valoración de la inversión inicial; en la probabilidad de presentación de los flujos de caja y en las estimaciones de la tasa de descuento, factores todos ellos que le otorgarían más respetabilidad. En nuestra opinión, es un criterio más de los que utilizan los analistas de inversiones, que pueden complementarlos con el uso de otros, y, de manera especial, con procedimientos más novedosos de valoración de activos financieros que se han generalizado tras la aparición de las innovaciones financieras. No debe olvidarse, por otra parte, que las valoraciones financieras tienen un alto componente de subjetividad y que los instrumentos al uso lo único que ofrecen es un intervalo de valor —optimista y pesimista—, pero que son otros los aspectos los que intervienen decisivamente en la valoración final del activo.

- Se aludió al uso alternativo de las denominadas «martingalas» y a la utilización de las denominadas probabilidades por éstas creadas (**Equivalent Martingala Measure, EMM**), que han demostrado su utilidad en la construcción de árboles de tipos de interés futuros, aunque todavía no está resuelto un problema intermedio: la estimación de la matriz de transacciones. Cuando esto se supere podrán modelizarse con mayor rigor proyecciones financieras.
- **La evolución de las insolvencias en los créditos hipotecarios** concedidos en Norteamérica fue objeto de un análisis particular. La falta de rigor —o de escrúpulos morales, como se decía en el documento original— en la concesión de las hipotecas en relación a las características personales de los acreditados está en el origen de las insolvencias que se han generado no en 2007, sino desde el año 2001. A pesar de todo, se considera que la afirmación anterior requeriría de mayor investigación para afirmarla sin ambages. Habría que incidir en una explicación, tanto por el lado de la oferta como de la demanda, de la relación que tuvo la evolución de los créditos con el comportamiento observado por la política monetaria en ese período. Y también, que habrían de considerarse otros elementos: la evolución del crecimiento de la riqueza nacional; la de la productividad; la de la deuda, y, naturalmente, la de los tipos de interés.
- Se achacó la **crisis hipotecaria norteamericana** a la rápida expansión de la oferta de crédito, de la cual, aproximadamente un 15 por 100 fue debida al efecto «oferta» y otro 10 por 100 a la apreciación en los precios de la vivienda, derivada del efecto anterior. Y todo ello sin contar las repercusiones que ambos podrían generar a más largo plazo. Un fenómeno similar al registrado en el sector inmobiliario español.
- Se estima que uno de los **condicionantes de la crisis financiera** está en el aumento incontrolado de los procesos de securitization y la expansión de los instrumentos CDS, CDOs, SIV y otros catalogados como de «fuera de balance». La incertidumbre que ha originado la utilización inadecuada de tales instrumentos se ha trasladado a otros segmentos de mercado que directamente no estaban vinculados a las hipotecas «subprime». Mientras es difícil estimar —en esta etapa de la crisis— cuando ésta llegará a su fin, lo más lógico sería esperar a que se diluyan todos sus efectos financieros para calcular la verdadera repercusión sobre la economía de las naciones. Sin olvidar que tal crisis

tendrá unos efectos indirectos positivos: la conveniencia de replantear nuestros actuales marcos reguladores, que no reflejan adecuadamente la valoración y alcance de algunas de las innovaciones financieras que se han generado desde los años ochenta.

- Se estimó que de una masa de unos **10 trillones de dólares**, los créditos «subprime» absorberían del orden del 15 por 100 —1,5 trillones— de los que un 50 por 100 se consideraban «default» con unas pérdidas totales estimadas entre 375-500 billones de dólares. Habría que añadir los efectos que se trasladaban a los mercados de valores, estimados inicialmente en unos 500 billones de dólares.
- Igualmente, que las **condiciones óptimas para hablar en términos de liquidez** requieren evaluar no sólo la correspondiente al mercado sino la estructura económica y financiera del emisor. Además, la consideración teórica de que a cada activo habría de estimársele no sólo su precio sino el valor del colateral al que estuviere referenciado. Algo muy importante, en especial, para las instituciones de inversión colectiva, que para estimar correctamente sus valores liquidativos habrían de considerar la existencia o no de «colateral» asociado a los activos que integran sus carteras.
- Se aludió a algunos de los mecanismos de **amplificación de la crisis**, en especial, los denominados «Borrower's Balance Sheet Effects», los «Lending Channel Effects», los «Run of Financial Institutions» y los «Network Effects». Los problemas en la estimación de las volatilidades de los colaterales utilizados y la dificultad de evaluación de productos estructurados y SIVs alimentaron los mecanismos de la espiral de liquidez.
- En los primeros momentos de la crisis parecía que la **repercusión en Europa** sería más liviana que en Norteamérica. Sin embargo, en la actualidad, presenta un panorama más debilitado. La actuación del Banco Central Europeo —que, al contrario que la Reserva Federal— no sólo redujo los tipos de interés, sino que los elevó hasta el 4,25 por 100, acompañándose de una política fiscal que no ha actuado con la contundencia que hubiera sido deseable. Los efectos finales se han presentado en forma de ajustes a la baja en el crecimiento de su PIB, especialmente en las grandes economías de Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y España. De persistir esta situación, Europa quedaría sin los ingredientes fundamentales para la expansión de su economía, con unas debilitadas tasas de inversión, un consumo privado con atonía y escasa demanda externa. La cotización del euro lo acusa desde julio pasado.
- Algunos inversores han encontrado consuelo en **activos libres de riesgo de crédito**, pero con alto nivel de calidad: la Deuda Pública norteamericana, de la Eurozona, del Reino Unido o Suiza han sido los principales focos de atención. Con una rentabilidad de estos títulos en torno al 4 por 100, pero con una inflación europea próxima a dicho porcentaje, el rendimiento es puramente testimonial.
- La situación del **sector inmobiliario en España** fue objeto de una atención especial, considerándose que sería uno de los países más penalizados por las

derivaciones de las norteamericanas «hipotecas subprime». El «contagio» vendría tanto por los canales financieros —la enorme dependencia española de la liquidez exterior— y por los canales económicos, preocupados por los efectos de los problemas de solvencia que viven los mercados. Sin olvidar que:

- El mercado **hipotecario español es diferente** al norteamericano. Aquí se conceden por Bancos y Cajas, allí por entidades especializadas en el crédito hipotecario.
 - La mayor parte del volumen de las hipotecas **se mantiene en el balance**, a diferencia de USA, en el que se titulizan, se transmiten a través de diversos instrumentos.
 - En España es **mayor y más amplia la relación con el cliente**, que, aparte del crédito, mantiene otras operaciones como depósitos, domiciliaciones, seguros, medios de pago, transferencias, etc. Es una relación global, mucho más fuerte que la limitada al préstamo hipotecario.
 - Igualmente, aquí existen **mayores garantías jurídicas** en el proceso de la hipoteca. En los Estados Unidos, en general, basta con devolver el inmueble hipotecado —cuando su valor es inferior a la deuda viva— para que se extinga el proceso de exigencia de la deuda.
 - El excesivo **crecimiento de la dotación al crédito hipotecario**. En los últimos siete años pasó de un crecimiento del **20 al 37 por 100**, mientras que el ahorro de las familias se había mantenido prácticamente constante, en el entorno del **22-23 por 100** del PIB. El resultado, una carencia de liquidez en el ámbito financiero que, como es lógico, viene afectando y lo hará aún más a la concesión de nuevos créditos.
 - Se nota este fenómeno regresivo ya desde finales del año 2005. El multiplicador **Créditos/PIB ha pasado del 4 al 2,5** a comienzos del año 2008.
 - **El peso de los activos inmobiliarios sobre el patrimonio de las familias** es diferente en USA y en España. Mientras que en Norteamérica es del 30 por 100, aquí alcanzamos casi el **70 por 100**.
- La repercusión de **los problemas del sector inmobiliario se trasladarán al sistema bancario español**: se reducirá la calidad de los créditos concedidos con el consiguiente aumento de la morosidad; pulsarán al alza los tipos de interés; se alterarán los indicadores de solvencia, que de poco más del **1 por 100** en 2008 podrían alcanzar el **5,5 por 100** en 2009-2010. Por otra parte, afectará de manera considerable a la cascada de la cuenta de resultados, en especial, a la ratio de eficiencia, por la disminución de los ingresos financieros con un práctico mantenimiento de los costes operativos.
- Por otra parte, la fuerte subida de los **precios de la vivienda en España** ha tenido su origen no sólo en el crecimiento económico de los últimos años, sino en el aumento de la demografía y las aspiraciones de mejora de la calidad de vida de los ciudadanos. La incorporación al sistema «euro» también ha pesado en esta evolución, puesto que España está atravesando un período de tipos de interés reales negativos o muy bajos, con lo que se inducía al endeudamiento.

- Se puso de manifiesto una reflexión de interés: **si la actual crisis era de liquidez o de solvencia**. Aunque inicialmente se hablaba de una crisis de solvencia, ésta ha degenerado en otra de liquidez. Si no se confunden las causas con los efectos, habríamos de afirmar que el problema de los Bancos Centrales, generando mayor liquidez al bajar los tipos, no resuelve la crisis de solvencia. Y en ello estamos.

- El grado de **madurez de la deuda corporativa** con el paso del tiempo fue analizado con detalle. Las series temporales que reflejan la madurez demuestran que las entidades se comportan como si fuesen proveedoras de liquidez macro, absorbiendo los choques de oferta asociados a los cambios en la estructura de la madurez de la deuda pública. Se concluyó que las teorías sobre la madurez tienen muchas limitaciones por las variaciones de los tipos de interés reales y las derivaciones de las curvas de tipos. No debía olvidarse que la madurez requiere analizar la segmentación del mercado de bonos; la consideración de que los inversores tienen preferencia por niveles específicos de madurez; que la madurez de la deuda corporativa se mueve en sentido inverso a la de la deuda pública y, finalmente, que si la participación de la deuda pública en la deuda total es grande, las variaciones de la madurez en la corporativa son muy fuertes. Por otra parte, se observa que cuando los Tesoros Públicos tienen mayor deuda a corto, las entidades privadas completan el mercado emitiendo más deuda a largo plazo, y, viceversa. Esta provisión de liquidez se asume con mayor agresividad: a) En períodos en que la proporción Deuda Pública/Deuda Total es más alta: b) Por aquellas firmas con balances más sólidos. Y todo ello proporcionando una nueva perspectiva acerca de la capacidad de las empresas privadas de explotar los mercados con mayores opciones de financiación.

- La utilización de las **divisas como cobertura** también fue considerada. Ello venía aparejado con la cobertura del riesgo de cambio, bajo las hipótesis de que el mercado funciona adecuadamente y que la evolución del dólar fuere favorable. Se comentaron las posibilidades de la «Full Holding», cobertura de divisas a través de la venta en corto plazo de dólares. Otras cuestiones objeto de atención fueron:
 - Que la inversión en divisas equivalía, en la práctica, a comprar/vender bonos.
 - Que los Fondos de Inversión y Pensiones, generalmente en USA, no hacen cobertura del riesgo de divisas. Sólo la mitad de ellos y de forma parcial.
 - La minimización del riesgo requiere establecer una correlación adecuada entre los Mercados de Valores/Bonos con los de divisas.
 - En un análisis realizado sobre los últimos treinta años demuestran algunas evidencias:
 - * Que el dólar y el euro están correlacionados con los mercados de valores.
 - * Que las materias primas y el dólar canadiense, etc., también están correlacionados.
 - * La libra y el yen, por el contrario, no tienen correlación con los mercados de valores.

- * Para la cobertura desaconsejaban monedas de reserva como el dólar y el euro. Preferían tanto el dólar australiano como el canadiense.
 - * Conviene explícitamente cubrirse del riesgo de divisas en el caso de adquisición de bonos.
- Se aludió a las teorías de la **Demanda Óptima de Divisas** (OCD), basada en la estimación de las expectativas de evolución de la tasa de retorno y en la apreciación del riesgo.
 - La teoría de la **Demanda Especulativa de Divisas** (SCD) demuestra que las divisas con altos tipos de interés tienden a generar altas tasas de retorno, siempre en valores medios. Aunque no descartó la presentación de algunas contradicciones en casos singulares.
 - Igualmente, se comentó la **Paradoja de Siegel** (1972), según la cual, un inversor en divisas tiene una expectativa positiva y otro, con una posición contraria, tiene también una expectativa positiva. Hecho que permitía titular el fenómeno como una «paradoja».
 - Se comentó un caso típico español: el de las **Letras del Tesoro**. Frente a la consideración que no tienen riesgo, se asumía que lo tienen, el de IPC, en especial a corto plazo.
 - Se sugirió la próxima llegada de **Fondos indexados al IPC**. El Reino Unido ya había lanzado uno. En España ya se ha encontrado publicidad anunciando el primero de ellos, emitido por una de las grandes entidades financieras.
 - La búsqueda del **equilibrio en las carteras de inversores** individuales fue objeto de una interpretación especial. Bajo el título «Lucha o vuela» se conoció el resultado de una investigación realizada entre inversores suecos en el período 1999-2002, observando algunos reequilibrios en las carteras financieras de los participantes. De una parte, los de mayor nivel de riqueza y formación tendían a reestructurar sus carteras, aplicando, con mayor intensidad, en la renta variable, reduciendo sus compras de Fondos y renta fija. Los inversores más modestos solían vender sus títulos cuando el mercado les era favorable, reinvertiendo en activos de renta fija o Fondos de Inversión, con un resultado final que reequilibra su inversión total títulos-renta fija. En todo caso, los autores reconocieron la conveniencia de alguna prueba de contraste adicional para otorgar validez generalizada a estas conclusiones.

Al reflexionar sobre el contenido del Seminario, se ponen de manifiesto una serie de consideraciones sobre la situación actual de los mercados financieros, que nos permitimos incorporar a continuación:

1. En primer lugar, hemos de indicar que aunque el **tono general de las presentaciones fue de gran calidad expositiva; rigor en los planteamientos fundamentales y conclusiones bastante certeras**, una consideración formal no excluye tener la sensación del exceso de peso teórico y falta de realismo en alguno de los planteamientos, realizados por personas con gran vocación investigadora, que mane-

jan series de datos de gran riqueza, pero, en muchos casos, alejados de la realidad de la situación interna de los intercambios de operaciones entre las entidades financieras. La vulnerabilidad, a largo plazo, de alguna de ellas, no ha sido objeto de una gran atención en este Seminario y, sin embargo, los efectos y turbulencias que se vienen padeciendo son una clara consecuencia del desconocimiento explícito que se tiene del conjunto de repercusiones que operaciones crediticias inicialmente alejadas de «mutaciones» financieras —como el caso de las hipotecas «subprime»— hayan transmitido efectos tan perversos a los mercados que les sitúen, tal y como ahora se encuentran muchos de ellos, con grave riesgo de inestabilidad y de traslación de efectos muy graves al resto de la economía productiva.

2. En segundo lugar, y cara al futuro, **debemos obtener enseñanzas** de lo que significa y puede limitar los efectos de esta crisis inmobiliaria: la conveniencia de crear instrumentos adecuados a la financiación de inmuebles, tarea que no sólo debe ser responsabilidad de las entidades financieras, sino de las propias autoridades económicas y de los reguladores, que conociendo la situación y perspectivas del sector, se limitaron a denunciar los peligros, pero a no disponer ninguna medida que los concitara.

3. Sería deseable una auto-crítica acerca del funcionamiento del **Sistema monetario internacional**, que ha venido girando en torno a la divisa dólar, como reserva de valor internacional, permitiendo a los Estados Unidos ingentes exportaciones de su divisa sin recorte alguno posible a su financiación internacional. Por otra parte, es necesario evaluar el papel de los bancos privados, que basan su actuación en el arbitraje de plazos y riesgos, en un entorno en el que los bancos centrales manejan a discreción el volumen de divisas. Aquellos pueden endeudarse a corto para invertir a largo plazo, sin incurrir de inmediato en una situación de falta de liquidez. Por ello, sólo necesitan refinanciarse en unos mercados interbancarios que, como decimos, están controlados por los bancos centrales. Como ello distorsiona la estructura de los tipos de interés y hace posible realizar malas inversiones, la reflexión debería reconsiderar la posibilidad de practicar una política monetaria más ortodoxa, con tipos fijos y una oferta ligada a algún activo líquido —algunos analistas señalan la vuelta al patrón oro—, neutralizando, hasta donde sea posible, con buena supervisión y regulación, que las entidades incurran en arbitrajes de plazos y riesgos.

4. Existe una corriente de opinión que afirma que a los **reguladores y supervisores**, tanto en América como en la Eurozona, se les han ido de las manos el adecuado control de los mercados financieros. Tanta propaganda de la bondad de los diferentes Acuerdos de Basilea —se anuncia Basilea III— y, ahora, cuando llegan los problemas, nos rasgamos las vestiduras al comprobar que no contamos con los instrumentos adecuados para prevenir y concitar este tipo de problemas.

5. Los hechos conocidos a partir del mes de septiembre de 2008, en especial las **medidas adoptadas por el Gobierno norteamericano** para neutralizar los efectos perversos de la crisis financiera, ponen de manifiesto la bondad de alguno de los análisis realizados en el Seminario que comentamos, aunque, en cualquier caso, habremos de esperar tanto a la maduración de estas medidas como a las que adoptarán otros reguladores y supervisores europeos y asiáticos, que, en cualquier caso, no podrán valorarse antes de la conclusión del próximo ejercicio económico. Y decimos esto por varias razones: a) Porque no es posible valorar los efectos objetivos de estas ayudas hasta no conocer su impacto real en la cuantificación de los activos en curso

o que están por vencer; b) Por la volatilidad que trasladan al conjunto de los mercados; c) Uno de los principales efectos es la alternancia en la repercusión en los mercados de valores: Si el viernes 19 de septiembre todas las Bolsas del mundo anotaban las mayores subidas del año —mucho más en Europa que en Estados Unidos—, el lunes 22 volvían a anotar bajas considerables, pero ahora, más en Estados Unidos que en Europa. Este hecho demuestra o diferente nivel de confianza de las medidas adoptadas o, sencillamente, un deseo explícito de obtener ganancias rápidas dada la excesiva volatilidad; d) Existen controversias sobre la racionalidad económica de estas medidas: mientras que una parte de los analistas estima que tan ingentes ayudas no servirán para resolver el problema de fondo de los mercados, otro grupo de ellos estima que si bien estas medidas tienen alto coste, habría sido muy superior el coste de oportunidad de la crisis que habría sobrevenido de no haberlas tomado, y e) Finalmente, con una visión más completa, del coste total de las medidas habría que deducir el valor de los activos recuperados, que nunca será cero.

6. Como se ha señalado, la **Unión Europea** proyecta el establecimiento de medidas, con fuerza de ley, que permitan neutralizar los efectos de las turbulencias. Algunas de ellas han sido anticipadas:

- Limitación a todas las entidades financieras de un mínimo de reservas de liquidez.
- Limitación del volumen de endeudamiento.
- Exigencia de presentación de estados financieros trimestrales con amplia enumeración de actividad, resultados y riesgos.
- Exigencia de inclusión de los préstamos «titulizados» en la información anterior.
- Supervisión rigurosa de las agencias de calificación crediticia, evitando la generación de «conflictos de intereses» con los emisores de títulos.
- Mayor transparencia y equidad en las remuneraciones del personal ejecutivo de las entidades.
- Regulación y supervisión especial de los *hedge funds* y los *private equity*, a los que, en buena parte, se les viene acusando de «motores» de la crisis.

Esto tendrá un largo proceso de **maduración legislativa** que no hará posible su aplicación antes de 2009. En cualquier caso, hay tendencias dentro de la Unión que no son favorables a estas líneas de modificación, líneas, que, por otra parte, son de casi total observancia en alguno de los países más rigurosos en la vigilancia del sistema financiero.

7. Por ello, ahora se inicia en algunas instancias —Congreso norteamericano, Parlamento Europeo, etc.—, y es digno de elogio, un **proceso de autocrítica** de actuaciones de reguladores, supervisores, agencias de calificación o rating, auditoras, entidades financieras, entidades de inversión y capital-riesgo, etc.— que deberían concluir con un código de prácticas ortodoxas que no pongan en peligro la estabilidad

del sistema financiero en particular y, consecuentemente, el funcionamiento del marco económico mundial. Si hace pocos años, la crisis de Enron originó un cataclismo en las compañías de auditoría, ahora podría llegar el turno a las firmas de calificación o rating, o a entidades de intermediación financiera mayorista que abusaron de su posición, con conflictos de intereses o, sencillamente, perjudicando abiertamente a sus clientes.

8. Una de las primeras medidas adoptadas en el ámbito de los **mercados de valores**, verdaderas cajas de resonancia de todo lo que acontece en el entorno, es la exigencia de información previa sobre las posiciones «cortas» tomadas por inversores que desean aplicar sobre determinadas firmas bancarias, de seguros o de los mercados financieros. Como es sabido, no son otra cosa que el resultado neto del conjunto de posiciones cortas sobre títulos que supongan, al menos, un 0,25 por 100 del capital de aquellas firmas, bien sea en forma de acciones, cuotas participativas y todo tipo de derivados que puedan devenir en un resultado positivo para el inversor ante el brusco descenso en el precio de los títulos. Los supervisores españoles ya han anunciado la publicación de una disposición en este sentido.

9. Una medida operativa, la limitación de las «**ventas en descubierto**», ha sido puesta en práctica en estas coyunturas. Tanto la norteamericana Stock Exchange Commission (SEC), la británica Financial Services Authority (FSA) como la Comisión Nacional del Mercado de Valores, han insinuado su próxima puesta en vigor. Estas operaciones se realizan cuando el vendedor no dispone previamente de los títulos que vende, bien por medio de una previa adquisición; de un préstamo de valores acordado con anterioridad o del ejercicio previo irrevocable de un derecho de conversión, opción u otro instrumento derivado.

10. Igualmente, la **Agencia británica FSA** solicitará, a partir de ahora, a todas las entidades financieras que expliquen pormenorizadamente aquellas decisiones que impliquen la creación de «activos tóxicos», es decir, aquellos que pueden generar altos riesgos. En este caso, y como medida neutralizadora, se les requerirán mayores dotaciones de capital que las establecidas para activos que no contengan aquella contingencia.

11. Un efecto indirecto de las turbulencias será la **nueva configuración del sistema bancario mundial**. Desaparecerán instituciones; se integrarán en otras de mayores niveles de solvencia y operatividad y se adaptarán a nuevos modelos de negocio aquéllas, como los bancos de inversión, que han sufrido con mayor intensidad los efectos de la crisis. El cambio de vocación, de banca de inversión a banca de particulares, no será fácil. Tales cambios se notarán, aparte de en Estados Unidos, en Europa, y, particularmente, en España.

Se acompaña como anexo una breve **cronología** de la evolución de estas turbulencias, que cerraremos, por razones de difusión, con la fecha abajo citada. Igualmente, una serie de **términos habituales** en los mercados tras la aparición de las turbulencias. En cualquier caso, la importancia y la trascendencia de esta situación justificará la aparición de nuevos y más completos análisis tanto de la génesis como de las consecuencias que la situación está trasladando a los mercados financieros internacionales, y, naturalmente, a la economía productiva de las naciones.

Madrid, 10 noviembre de 2008.

CRONOLOGÍA

Para tener una visión más amplia de la actual crisis financiera, a continuación recogemos algunos de los episodios de mayor relevancia que se ha producido a partir del conocimiento público de dicha crisis y hasta la primera decena de noviembre de 2008.

2007

- 14 marzo Asociación de Bancos Hipotecarios USA informa que los impagos alcanzan el punto más alto en los siete últimos años. Del orden de seis millones de contratos con una repercusión de unos 600.000 millones de dólares.
- 27 marzo Los precios inmobiliarios registran la primera caída desde 1996.
- 2 abril Suspensión de pagos de la financiera de créditos de alto riesgo New Century.
- 18 abril El banco Citigroup reconoce pérdidas de 5.000 millones de dólares en el primer trimestre de 2007.
- 18 julio Dos fondos de inversión del banco Bear Stearns se declaran en quiebra.
- 1 agosto Al comprobar que más de 70 firmas de crédito hipotecario se han declarado en quiebra, los bancos Wells Fargo y Wachovia, les restringen la concesión de créditos.
- 3 agosto La entidad American Home Mortgage declara Suspensión de Pagos.
- 9 agosto El Banco Central Europeo inyecta en el mercado casi 95.000 millones de Euros —la mayor desde el 11 de septiembre de 2001—. Por su parte, la Reserva Federal inyecta 24.000 millones de dólares.
- 10 agosto La Comisión norteamericana de valores resuelve investigar las cuentas de varias firmas de Wall Street: Goldman Sachs, Merrill Lynch y Bear Stearns, todas ellas, bancos de inversión.
- 10 agosto La entidad Homebanc se declara en bancarota.
- 13 agosto Los tres grandes reguladores: Reserva Federal, Banco Central Europeo y Banco de Japón continúan inyectando liquidez al sistema.
- 31 agosto El Presidente de los Estados Unidos tranquiliza a inversores e instituciones financieras. Anuncia que se tomarán medidas para neutralizarlas.
- 31 agosto El euribor alcanza el 4,661%, el más alto en los últimos siete años.
- 14 septiembre Desplome de Northern Rock en la Bolsa de Londres, desde los 3.000 a 500 millones de libras. Se nacionaliza en febrero de 2008. Es la primera vez en los últimos treinta años que el Banco de Inglaterra ayuda a una entidad privada.
- 18 septiembre Se recortan los tipos de interés en Norteamérica: del **5,25** al **4,75%**.
- 6 diciembre El Presidente norteamericano anuncia un plan para aliviar los efectos de la crisis hipotecaria, con ayudas para 1,2 millones de personas.
- 11 diciembre Los tipos de interés en Norteamérica bajan al **4,25%**.
- 19 diciembre El Banco de inversión Morgan Stanley anuncia unas pérdidas superiores a 9.000 millones de dólares por los problemas derivados de la situación del mercado inmobiliario. Igualmente, que negocia la venta de un 10% de su capital a inversores públicos de China.

2008

- 15 enero Citigroup cierra el último trimestre de 2007 con los peores resultados de su historia, con pérdida de 10.000 millones de dólares.
- 17 enero Merrill Lynch anuncia pérdidas de 9.800 millones de dólares en el cuarto trimestre del año.
- 18 enero El Presidente norteamericano anuncia la presentación de un plan de reactivación de la economía dotado con 145.000 millones de dólares.
- 21 enero Primera gran caída del mercado de Wall Street ante el temor de una recesión en Norteamérica.
- 22 enero Una primera medida de la Reserva Federal tras este episodio: Bajada de los tipos de interés hasta el **3,5%**.
- 7 marzo Un conjunto de inyecciones de liquidez en los mercados norteamericano, europeo y asiático. Las encabeza la Reserva Federal con 100.000 millones de dólares.
- 17 marzo Bear Stearns pierde un 90% su cotización bursátil.
- 18 marzo Nueva rebaja de los tipos por parte de la Reserva Federal hasta los **2,25%**.
- 1 abril El mayor banco suizo, UBS, anuncia pérdidas de 7.740 millones de euros.
- 8 abril El Fondo Monetario Internacional estima que las pérdidas generadas por la crisis financiera ascenderán a 600.000 millones de dólares, a los que la Reserva Federal añade otros 50.000 millones de dólares.
- 15 mayo Barclays anuncia caída de beneficios al contabilizar fuerte depreciación de sus activos por importe de 1.000 millones de libras.
- 11 julio Indy Mc Bank es controlada por las autoridades federales USA.
- 13 julio Ante los problemas de las financieras Fannie Mae y Freddie Mac, la Reserva Federal y el Tesoro norteamericano diseñan una serie de medidas de apoyo a las mismas.
- 22 julio El Banco Washington Mutual anuncia pérdidas por 4.466 millones de dólares.
- 26 julio El Congreso norteamericano aprueba ayudas al sector hipotecario por importe de 3.900 millones de dólares.
- 5 agosto La Reserva Federal confirma la rebaja en los tipos básicos hasta el **2%**.
- 6 agosto Freddie Mac anuncia pérdidas de 972 millones dólares.
- 7 septiembre El Gobierno norteamericano interviene las sociedades de crédito Hipotecario Freddie Mac y Fannie Mae, intentando, con ello, el rescate del sector.
- 14 septiembre Un grupo de diez bancos internacionales constituyen un fondo de 70.000 millones de dólares para colaborar a la neutralización de la crisis.
- 15 septiembre Bank of América compra Merrill Lynch por 35.000 millones de dólares. La operación se instrumenta a través de intercambio de títulos, y quedará ultimada en 2009 con la creación de una sociedad de valores con 20.000 empleados y 1,7 billones de euros en activos de clientes.
- 15 septiembre Lehman Brothers se declara en quiebra, con una deuda de 613.000 millones de dólares y 639.000 millones de activos.

- 16 septiembre Creación de un Fondo de 70.000 millones de dólares por diez entidades financieras norteamericanas para ayudar a la salvación de otras firmas.
- 16 septiembre La Asociación de Expertos Financieros USA estima que unas 200 firmas financieras podrían declararse en «bancarrota».
- 16 septiembre La crisis de Lehman traslada problemas de exposición al riesgo a diversas entidades: KBC belga: 230 millones de euros; Fortis y Dexia, con 500 millones; BBVA, 86 millones, etc. Por otra parte, se asegura que Fondos de Inversión de España tienen invertidos 300 millones de euros en Lehman, aunque la Consultora SRP (Structured Retail Products) tiene en su base de datos cifras que alcanzan entre 1,300-2,600 millones de euros.
- 16 septiembre El Gobierno británico promueve la fusión de Halifax Bank of Scotland (HBOS) y Lloyd, que absorben el 28% del mercado hipotecario del país.
- 16 septiembre Las firmas bancarias UBS, Societe Generales y BNP anuncian importantes pérdidas.
- 16 septiembre El sector centra su intervención en la aseguradora American International Group (AIG) con problemas de solvencia por su alta exposición a bonos basura.
- 17 septiembre Joseph Stiglitz, Premio Nóbel de Economía, publica en «The Guardian» el artículo titulado «El fruto de la hipocresía» resaltando que: El sistema financiero internacional se ha convertido en un «casino» y, ello, gracias a la falta de honestidad de las instituciones financieras y la incompetencia política; la falta de rigor de las Entidades de Registro y Calificación de Deuda (Moody's, S&P, etc.); excesos en los sistemas salariales de las firmas que basan su negocio en la innovación financiera; y crítica a los sistemas de regulación y supervisión, que son «burlados» por las firmas que utilizan la innovación.
- 18 septiembre Una nueva microinyección de liquidez de 126.000 millones de euros se aporta por la Reserva Federal, Banco Central Europeo y los de Inglaterra, Japón, Canadá y Suiza, para hacer frente a los problemas de las entidades financieras. La Reserva Federal prestará al BCE 27.000 millones de euros a través de un pacto temporal recíproco —swap line— de forma que el saldo vivo en la zona de la moneda única pase de 34.800 hasta los 70.000 millones de euros.
- 19 septiembre Nuevas medidas promovidas por el Gobierno norteamericano y la Reserva Federal cuyo coste total superará los 700.000 millones de dólares. Entre otras incluye: Compra de deuda de mala calidad de los bancos de inversión; garantía de hasta 50.000 millones de dólares para los Fondos de Inversión en activos del mercado monetario; Prohibición de operaciones de «venta al descubierto»; Limitación de operaciones a los *hedge funds*; creación de una Agencia especial para gestionar la crisis financiera, etc. Habrá que esperar a su convalidación en el Congreso. Como hecho anecdótico, la propuesta del Gobierno incluye la petición de inmunidad para el Secretario del Tesoro, quien de aprobarse este plan, tendría durante dos años plena libertad para realizar y financiar los compromisos de compra, en los términos y condiciones que determine, relacionados con los activos hipotecarios de cualquier institución financiera que tenga su sede

en Estados Unidos, sin que, en ningún caso, tales decisiones fueren recurribles ante los Tribunales.

19 septiembre El conjunto de la deuda norteamericana —privada y pública— supera tres veces el valor del Producto Interior Bruto de la nación, el doble que se registraba en la crisis de 1929. Solamente la Deuda Pública ascenderá en 2009 al 80% del PIB (11,3 billones de dólares), hecho que, en buena lógica financiera, pondrá en entredicho su solvencia como nación. Y representará un coste de 2.000 dólares por ciudadano.

19 septiembre La inyección anterior genera un efecto expansivo en todas las Bolsas Mundiales. Los más importantes en el día y la reducción en el año son:

	<u>Día</u>	<u>Año</u>
IBEX-35	+8,71%	-23,87
EUROSTOXX	+8,42%	-26,05
DOW JONES	+3,35%	-14,15
SP-500	+4,02%	-14,53
NASDAQ	+3,40%	-14,27

Un efecto mucho más positivo en Europa que en Norteamérica, pero que no deja de mostrar resultados acumulados anuales bastante negativos.

22 septiembre En el Parlamento Europeo se insta a la Comisión a que prepare un marco regulatorio nuevo que incluya: a) La obligación de las entidades financieras, Fondos y Sociedades de Capital-Riesgo de constituir una reserva de liquidez mínima; b) Se limite el techo de su endeudamiento; c) Se establezca un repertorio legal que reduzca la vulnerabilidad de la economía ante futuras turbulencias en los mercados; d) Que se obligue a todas las entidades financieras presenten estados financieros trimestrales; e) Que se presenten, igualmente, las remuneraciones de ejecutivos y accionistas de todos los productos de inversión, promoviendo que tales remuneraciones tributen sobre las ganancias del capital, no como lo hacen ahora, en el impuesto de la renta. Un tema que generará polémica entre los Gobiernos y que no sería, caso de ser aprobado, de aplicación hasta 2009.

22 septiembre Las medidas anunciadas en los Estados Unidos, tras el rebrote bursátil logrado el 19 de septiembre vuelven a pulsar a la baja los principales índices mundiales. Los mercados esperan a que se concreten y maticen adecuadamente algunos elementos del «paquete» previsto. Mientras tanto, los datos del día y del año se resumen seguidamente:

	<u>Día</u>	<u>Año</u>
IBEX-35	-1,98	-25,38
EUROSTOXX	-2,18	-27,66
DOW JONES	-3,27	-16,96
S&P 500	-3,82	-17,79
NASDAQ	-4,17	-17,85

El viernes 19 subían intensamente las cotizaciones europeas, y, bastante menos, las norteamericanas. El lunes 22, justamente lo contrario. Evidentemente, el nivel de confianza de los mercados acerca de estas medidas es muy débil, al menos, mientras no sean matizadas y convalidadas en el Congreso norteamericano.

- 22 septiembre La **Comisión Nacional del Mercado de Valores de España** adopta una medida transitoria de cierta importancia: exigir información previa a los inversores que mantengan posiciones cortas sobre acciones, que excedan del 0,25% del capital, de hasta un total de veinte firmas españolas, la mayor parte de las cuales son Bancos, Seguros y Bolsa. Adicionalmente, se considerará «abuso de mercado» a toda acción que oculte o falsee información sobre estas inversiones. Aunque, añade, que tendrá en cuenta las «necesidades operativas» de aquellas entidades que habitualmente realicen operaciones como «creadores de mercado».
- 24 septiembre Los **Bancos Centrales** de Australia, Dinamarca, Noruega y Suecia se adhieren a la «macro-inyección», con una aportación conjunta de 30.000 millones de euros. El Presidente de la SEC norteamericana entiende que existe un «agujero regulatorio» en el mercado de garantías de deuda —que utilizan los Credit Default Swaps, CDS— valorado en 39,4 billones de dólares, sin supervisión alguna por los reguladores. Los Bancos Centrales reconsideran la posibilidad de incrementar sus reservas de oro, hecho que supondría una alteración sustancial en el Sistema Monetario Internacional, hasta ahora basado prácticamente en la divisa dólar. Ello supondría un cambio de estrategia respecto a la postura adoptada hace una década, en que, por catorce de estos, se decidió enajenar de forma progresiva una parte de sus reservas de oro. Tal fue el caso del Banco de España, que desde 2005 ha vendido 7,78 millones de onzas de oro (el 46% de sus reservas), debilitando la calidad de sus activos y con pérdidas potenciales ante el repunte que anotó posteriormente el precio de este metal.
- 25 septiembre El **Fondo Monetario Internacional** ajusta el posible impacto de la crisis financiera: se estima en 1,3 billones de dólares (886.930 millones de euros), un 30% por encima de la anterior estimación. De tal cifra, entre 436.281-500.917 millones de euros para el sistema bancario y, el resto, para el conjunto del sistema financiero. Por otra parte, señaló que la desaceleración de la actividad económica; la caída del precio del crudo; el menor valor de los títulos bursátiles; los mayores costes de financiación y los menores ingresos por titulizaciones y compras apalancadas harán más difícil el ajuste, hechos, todos ellos, que lastrarán el crecimiento económico durante un «considerable» período de tiempo. Igualmente, estimó que la crisis inmobiliaria en otros países, entre ellos España, Reino Unido e Irlanda, tenderían, todavía, a intensificar sus efectos negativos sobre el sistema financiero.
- 29 septiembre Las autoridades económicas norteamericanas y los representantes del poder legislativo, acuerdan, tras introducir algunos matices, el «paquete de medidas» para hacer frente a la situación. Pero antes de su aprobación definitiva en las Cámaras, los mercados de valores,

Europeos y norteamericanos, acusan importantes bajas. El Ibex-35 pierde el 3,9%.

29 septiembre La Cámara de Representantes norteamericana rechaza por 228 votos (193 republicanos y 95 demócratas) frente a 205 el proyecto de «paquete de medidas» de saneamiento que había sido propuesto por el Gobierno norteamericano y apoyado por los portavoces en el órgano legislativo. Los mercados de valores descontaban tal rechazo. Estos son los porcentajes de baja al cierre del día y año:

	<u>Día</u>	<u>Año</u>
IBEX-35	3,88	27,91
EUROSTOXX	4,70	31,63
FT-100	5,30	25,37
DOW JONES	6,98	21,86
S&P 500	8,79	24,64
NASDAQ	9,14	25,21

La pérdida monetaria en la bolsa norteamericana es de un billón de dólares, casi el 60% del PIB español de un año.

29 septiembre Intervención de los Bancos Fortis (Bélgica, Holanda y Luxemburgo); Bradford & Bingley (Reino Unido) y Hypo Real State (Alemania).

29 septiembre El Banco Central Europeo inyecta en los mercados 120.000 millones de euros, prestando a Bancos de la zona, al 4,36%, durante 38 días.

30 septiembre Los mercados de valores asiáticos pierden por encima del 5% en el día.

30 septiembre El Presidente norteamericano promueve la búsqueda de alternativas al «plan de rescate» rechazado por el Congreso. Se espera se dirija de nuevo a la nación.

El Presidente francés, que encabeza la presidencia semestral de la Unión Europea, promueve una reunión de alto nivel para tratar de buscar alternativas a la crisis financiera. El deficiente funcionamiento de los mercados de créditos —que llevan más de un año de atonía—; la imposibilidad de los mercados interbancarios de cumplir su función redistribuidora de liquidez; el imparable proceso de caída en los precios de algunos activos; el alto nivel de endeudamiento de empresas y particulares; la alta exposición de los bancos europeos a la crisis en sus homólogos norteamericanos y el reducido colchón de capital en muchas instituciones, ponen de manifiesto la vulnerabilidad del sistema financiero, etc., podrían estar en el origen de la urgencia en convocar un encuentro de esta naturaleza.

30 septiembre La Bolsa española abre con descensos por encima del 2%. Pero, a lo largo de la sesión, y en la confianza que el «plan de rescate» pueda ser aprobado tras algunas modificaciones, cambia de signo, hasta cerrar con una subida del 0,38%. Un fenómeno similar ocurre en los demás mercados, conforme a los porcentajes que a continuación se indican:

	<u>Día</u>	<u>Año</u>
IBEX-35	+0,38	-27,63
EUROSTOXX 50	+1,00	-30,95
FT-100	+1,74	-24,07
DOW JONES	+4,68	-18,20
S&P	+5,27	-20,68
NASDAQ	+4,97	-21,49

	Que demuestran una cierta confianza en que las medidas saldrán y con ello restauran, por el momento, la confianza de las Bolsas.
30 septiembre	El euribor sube hasta el 5,379% . Por otra parte, las autoridades de Francia, Bélgica y Luxemburgo acuerdan la nacionalización de la entidad DEXIA, para evitar su bancarrota.
1 octubre	El Senado de los Estados Unidos aprueba el «plan de rescate» (por 74 votos a favor y 25 en contra) propuesto por el Gobierno. De las tres páginas que contenía el documento inicial, ahora se trata de una propuesta más amplia, que incluye algunas modificaciones: Elevación de garantía a los depósitos bancarios, desde los 100.000 hasta los 250.000 dólares; recortes de ingresos fiscales para determinados grupos por importe de 70.000 millones de dólares. El 3 de octubre se volverá a presentar en el Congreso.
1 octubre	La Comisión Europea anuncia la preparación de una directiva anti-crisis. Consistirá en un paquete que verá la luz en abril de 2009 tras someterse al Parlamento. Entre las principales medidas destacan: a) Nueva directiva sobre los Fondos Propios de las entidades financieras, incrementando la dotación para inversiones en activos de alto riesgo —del orden del 5% del capital—; b) limitaciones al volumen de préstamos interbancarios; c) creación de un Colegio de Supervisores financieros para vigilancia de grupos bancarios, a nivel comunitario, no nacional; d) elevación de la dotación a los Fondos de Garantía de Depósitos, establecida hoy en un mínimo de 20.000 euros —que sólo tiene España— hasta una cantidad superior, algo que se cuestiona con fuerza desde Alemania; e) aceleración del período de cobro de las indemnizaciones de los Fondos de Garantía de Depósitos, desde los seis meses actuales —en Estados Unidos, dos días— a un plazo inferior; f) creación de un Fondo de 300.000 millones de euros para ayuda a las instituciones financieras europeas que se encuentren en dificultades.
3 octubre	Se produce una nueva votación del «plan de rescate» en el Congreso norteamericano. En esta ocasión se aprueba por 263 votos a favor (172 demócratas y 91 republicanos) y se rechaza por 171 votos (62 demócratas y 108 republicanos). Ello pone de manifiesto, todavía, un cierto nivel de rechazo a la propuesta, que ha incluido algunos ajustes: unos mayores costes de 150.000 millones de euros; el compromiso de una explicación del Secretario del Tesoro en el Congreso, pormenorizando los gastos incurridos; mayores garantías a los depositantes en entidades financieras y rebajas financieras a las empresas. El Presidente de la nación, conocido el resultado, procede a firmar la correspondiente ley.

Los mercados norteamericanos no acogieron con entusiasmo la medida, al contrario de lo sucedido en Europa. Veamos las cotizaciones del día y su evolución anual:

	<u>Día</u>	<u>Año</u>
IBEX-35	+0,38	-24,79
EUROSTOXX 50	+3,54	-29,23
FT-100	+2,26	-22,87
DOW JONES	-1,50	-22,16
S&P	-1,35	-25,14
NASDAQ	-1,48	-26,58

4 octubre La última información disponible al 30 de septiembre pasado indica que los Fondos de Inversión en España han perdido 6.000 millones de euros. Continúa la disminución de patrimonio debida a la baja o nula rentabilidad y la migración hacia depósitos bancarios u otras inversiones.

4 octubre Convocado por el Presidente de la República francesa, se reúne la sección europea del G-8 (Francia, Italia, Reino Unido y Alemania) para coordinar medidas que neutralicen las turbulencias financieras. España, que no pertenece a ese grupo, no ha sido invitada.

4 octubre La última información disponible al 30 de septiembre pasado indica que los Fondos de Inversión en España han perdido 6.000 millones de euros. Continúa la disminución de patrimonio debida a la baja o nula rentabilidad y la migración hacia depósitos bancarios u otras inversiones.

4 octubre Convocado por el Presidente de la República francesa, se reúne la sección europea del G-8 (Francia, Italia, Reino Unido y Alemania) para coordinar medidas que neutralicen las turbulencias financieras. España, que no pertenece a ese grupo, no ha sido invitada, aunque se reuniría después con el Presidente de turno de la Unión.

Días después, el Presidente del Banco Mundial critica la actuación del G-8, que estima no funciona correctamente. Además, sugiere la presencia de nuevos países en ella: Brasil, China, India, Méjico, Rusia y Sudáfrica.

6 octubre El primer lunes, tras la aprobación del conjunto de medidas en el Congreso norteamericano, se producen grandes caídas en las Bolsas de todo el mundo. Los datos porcentuales más relevantes son:

	<u>Día</u>	<u>Año</u>
IBEX-35	-6,06	-29,35
EUROSTOXX 50	-7,86	-34,79
FT-100	-7,85	-28,93
DOW JONES	-3,58	-24,95
S&P	-3,85	-28,02
NASDAQ	-4,34	-29,76

Se pasa de la euforia al desencanto en tan sólo dos días. La Bolsa de Nueva York no lo había acogido favorablemente el mismo día de

su convalidación, sentimiento que se intensificaba en la jornada del lunes, con mayor intensidad en las bolsas europeas.

La Reserva Federal decidía, con efectos de 1 de octubre, abonar intereses a los depósitos bancarios que se constituyan en su seno, así como, incrementar la liquidez del sistema.

6 octubre Crecen los deseos de varios países europeos de incrementar los niveles de protección mínimo en los fondos de garantía de depósitos. En esta línea se sitúan algunos países (Austria, Dinamarca, Portugal y Suiza). Alemania, que inicialmente se oponía a la medida, acordó, por sorpresa, elevar la garantía total hasta los 568.000 millones de euros, casi la tercera parte del volumen total de su ahorro privado. Es previsible una próxima decisión de la Unión Europea que coordine una actuación unitaria en este sentido. Lo contrario generaría movimientos de los flujos de fondos hacia los países que ofrezcan mayores niveles de garantía, en perjuicio de la cohesión, el equilibrio y la solidaridad comunitaria.

6 octubre El Presidente del Gobierno español convoca a los tres mayores bancos y cajas de ahorros para, según se informó a la opinión pública, sugerir la ampliación de las garantías de los depósitos. Pero tal medida quedaría vacía de contenido si se confirma la decisión comunitaria en el sentido indicado en el párrafo anterior. Parece ser que los asistentes coincidieron en destacar la fortaleza y solvencia del sistema financiero español, así como la política que viene aplicando el Banco de España en las últimas décadas. Llama la atención que no se pusiera sobre la mesa la exposición de cada una de las entidades a activos dudosos emitidos por instituciones que han caído recientemente; que no se considerara la rebaja de calificación que tienen algunas entidades financieras españolas, así como que no estuvieran presentes ni el Ministro de Economía, el Gobernador del Banco de España ni los representantes de las patronales de la banca y las cajas.

7 octubre Grandes caídas en los mercados de valores asiáticos, alguno de los cuales, como el japonés, cerraba con pérdidas del 9%. Los norteamericanos, con bajas entre el 5-5,8%. Sin embargo, los europeos, con la excepción del alemán, con subidas modestas inferiores al 1%. El Ibex-35, sin embargo, lo hacía por encima del 1,27%.

7 octubre El Presidente del Fondo Monetario Internacional anuncia que su entidad ha elevado el impacto negativo de la crisis financieras, desde los 0,945 billones de euros, estimados en abril, hasta los **1,4** billones de euros.

7 octubre El Presidente del Gobierno español anuncia públicamente la toma de dos decisiones temporales de gran importancia: a) La elevación hasta **100.000** millones de euros del nivel máximo que asumirá el Fondo de Garantía de Depósitos, frente a los 20.000 hasta ahora existente. Algo a lo que se habían estado negando reiteradamente, la última vez, el Ministro de Economía en el Foro Deloitte el 2 de octubre. b) La creación de un Fondo financiado por el Tesoro Público de entre **30.000-50.000** millones de euros, para comprar activos de calidad de las entidades financieras y así facilitar el crédito a empresas y ciudadanos. Destacó que las medidas no buscaban sanear a las

entidades financieras españolas, cuya solidez volvía a destacar, sino prevenir riesgos e inyectar liquidez que facilitara nuevas concesiones de crédito e impulsar la actividad económica. Los analistas interpretan con dudas estas medidas, en especial, por el temor que puedan contribuir a ayudar a instituciones determinadas —especialmente, cajas de ahorros— y porque si se afirmaba la solidez de las entidades financieras, a que venía la elevación de las garantías de depósitos, sobre las que, repetimos, se había estado en una posición contraria hasta hace sólo unos días.

Con posterioridad, y a través de los medios de comunicación, se conoce que los representantes de las entidades financieras habían solicitado hasta 100.000 millones de euros para servicios de deuda en 2008-2009. Los compromisos a cumplir ascendían a 94.131 millones de euros, distribuidos así:

<u>Entidad</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>
BANCOS	11.066	46.254
CAJAS DE AHORROS	11.386	25.425

Igualmente, que habían solicitado que el coste del incremento de los niveles del Fondo de Garantía de Depósitos no pesara sobre las entidades. Por otra parte, sugirieron la conveniencia que el Banco Central Europeo abandone el sistema de subastas de liquidez para inyectar dinero, cambiando a intervenciones directas a tipo fijo.

8 octubre El Gobierno británico, ante la fuerte caída en las cotizaciones de varias entidades financieras (Royal Bank of Scotland y Halifax Bank, con pérdidas el día de ayer del 39 y 41% para sus acciones, así como Lloyds y Barclays, con 13 y 9%, respectivamente), anuncia un «plan de rescate» de 50.000 millones de libras (62.000 millones de euros) que ayudaría a estabilizar el sistema financiero británico. Adicionalmente, se instrumentarán aportaciones de hasta 200.000 millones de libras en forma de créditos a corto plazo para generar liquidez en los mercados.

9 octubre El día anterior fue de una gran volatilidad en los mercados de valores debido a la desconfianza de estos por la posición de los Bancos Centrales —Reserva Federal, Banco Central Europeo y Banco de Inglaterra— que a pesar de mantenerse en contra de las reducciones de tipos de interés, habían acordado el día anterior reducirlos 0,50 puntos porcentuales. En la zona euro, quedaban al 3,75%. La reacción de las Bolsas se recoge en el cuadro siguiente:

	<u>Día</u>	<u>Año</u>
IBEX-35	-5,20	-31,27
EUROSTOXX 50	-6,42	-38,76
FT-100	-5,18	-32,37
DOW JONES	-2,00	-30,21
S&P	-1,13	-32,92
NASDAQ	-0,83	-34,83

Se comprueba, una vez más, la diferente reacción a la misma medida en los mercados norteamericano y europeo. En la bolsa madrileña fue la tercera mayor caída del año, con un nuevo mínimo anual, con un valor similar al que tenía el Ibex-35 de septiembre de 2005.

9 octubre Las autoridades de Islandia han intervenido el primer gran banco privado del país. Y por derivación de ello, se suspende la negociación de valores de esta entidad en la bolsa de Suecia.

9 octubre El Fondo Monetario Internacional modifica sus previsiones para España:

2008: PIB: + 1,4%; IPC: + 4,5%

2009: PIB: - 0,2%; IPC: + 2,6%; Desempleo: 14,7%.

Tales proyecciones son muy inferiores a las avanzadas por las autoridades económicas españolas y a las que sirven de referencia para los Presupuestos Generales del Estado en 2009.

10 octubre Los mercados de valores cerraron el día anterior con nuevas bajadas:

	<u>Día</u>	<u>Año</u>
IBEX-35	-3,83	-34,77
EUROSTOXX 50	-2,43	-40,25
FT-100	-1,21	-33,19
DOW JONES	-7,33	-35,32
S&P	-7,62	-38,03
NASDAQ	-5,47	-37,57

Ahora, con mayor intensidad en el entorno norteamericano que en el europeo. Hecho que tendría una especial incidencia en la apertura de los mercados europeos en el día de hoy, con muy fuertes caídas. En España, las pérdidas de capitalización de las compañías del IBEX ascienden a 213.120 millones de euros, cifra que representaría más de tres veces para el conjunto del mercado español de valores.

10 octubre Trasciende a los mercados que en Estados Unidos se estudia la nacionalización parcial de bancos en crisis, utilizando fuertes inyecciones de liquidez con destino a sus fondos propios, pero sin asumir la gestión. Existe un antecedente en el Reino Unido, en que se inyectan recursos mediante la compra de acciones preferentes, algo previsto en Royal Bank of Scotland, Barclays y HSBC.

10 octubre El Banco Central Europeo acuerda un suministro ilimitado de liquidez al 3,75%, en línea con lo que habían solicitado los representantes de los bancos españoles al Presidente del Gobierno. Al tiempo, se anuncia que los créditos extraordinarios del BCE se cobrarán al 3,25% y los depósitos al 3,25%. Pero todo ello, lejos de atenuar la evolución del euríbor, no hace más que presionarlo al alza. No se olvida que el euríbor es un precio que resulta del proceso de oferta y demanda de liquidez en los interbancarios. Por el contrario, el tipo básico del 3,75%, es fruto de una decisión política, que, por lo que se observa, no acaba de convencer al mercado.

11 octubre El Gobierno español publica el Decreto 1642/2008 por el que se fijan los nuevos importes garantizados del Fondo de Garantía de Depósitos, que se elevan hasta los 100.000 euros.

11 octubre El día 10 constituye un «viernes negro» en todos los mercados de valores, en especial, los europeos. El resumen de la situación se recoge seguidamente:

	<u>Día</u>	<u>Año</u>
IBEX-35	-9,14	-40,74
EUROSTOXX 50	-7,88	-44,95
FT-100	-8,85	-39,10
DOW JONES	-1,49	-36,29
S&P	-1,18	-38,76
NASDAQ	+0,27	-37,81
NIKKEI	-9,62	-45,93

Hemos de indicar que las bajadas en Norteamérica fueron muy inferiores a las europeas. No obstante, el Dow Jones de industriales llegó a caer el 8% a lo largo de la sesión, remontando al final hasta el porcentaje que se indica.

Igualmente, que la semana del 6-10 de octubre ha sido la peor tanto en la bolsa española como la británica. Perdieron el 21,20 y 18,15%, respectivamente. En España, a pesar de las noticias, aparece bastante liquidez. Se negociaron en el día 6.500 millones de euros, aparte del aumento de la «horquilla» de negociación para mejorar la liquidez. Una de las posibles claves de estas bajadas está, entre otras razones, en la constatación de fuertes pérdidas en las aseguradoras, que aventuran una cifra de 450.000 millones de dólares, razón por la cual han debido realizar una buena parte de sus activos a precios muy recordados.

Las tres compañías más importantes del Ibex-35 —Telefónica, Santander y BBVA— han perdido durante 2008: 39 y 44%, respectivamente, de su capitalización, arrastrando a la baja a los índices.

11 octubre Mirando con perspectiva el IBEX-35, recogemos a continuación los principales valores:

<u>Fecha</u>	<u>Índice</u>
08-11-1998	8.941
07-03-2002	12.667
20-09-2001	6.725
09-10-2002	5.365
08-11-2007	15.945 máximo histórico
08-11-2008	
23-01-2008	12.255
10-10-2008	8.998 mínimo histórico

11 octubre El G-7 anuncia en Washington la toma de medidas basadas en cinco puntos:

1. Apoyar incondicionalmente para evitar el colapso de las grandes instituciones financieras.
2. Impulsar la fluidez de crédito en los mercados monetarios.

3. Asegurar que las entidades financieras pueden ampliar capital tanto de fuentes públicas como privadas.
4. Apoyar las garantías a los depósitos, de forma robusta y consistente.
5. Apoyar la reactivación de los mercados secundarios de hipotecas y productos titulizados.

Buena parte de este conjunto de medidas influirá en las decisiones tomadas al día siguiente por el Consejo Europeo reunido en París.

12 octubre El Fondo Monetario Internacional anuncia que cuenta con una disponibilidad de 250.000 millones de dólares para atender a préstamos de emergencia a naciones con dificultades.

13 octubre Las autoridades británicas, que están ejerciendo una gran influencia sobre la resolución del Consejo de Gobierno europeo, anuncian una inyección directa en el capital de determinadas instituciones: Royal Bank of Scotland (18.900 millones de euros); Halifax Bank of Scotland (12.600); Lloyds TSB (8.800) y Barclays Bank (3.700) por un total de 44.000 millones de euros, aunque esta última entidad estima que lo conseguirá por otra vía. Si tal anuncio se confirma, controlaría entre el 50-70% del capital, bien fuera a través de acciones ordinarias o preferentes.

Adicionalmente, generará fondos por importe de 500.000 millones de libras para:

200-250.000 millones, para garantía de préstamos.

50-75.000 millones, para capitalización de bancos, entendiendo su intervención sólo si no concurren inversores privados.

13 octubre El Consejo Europeo, tras las medidas anunciadas en el Reino Unido, anuncia el establecimiento de un plan de medidas que se concretan así:

1. Garantías públicas para refinanciación bancaria, limitada hasta el 31 de diciembre de 2009, con compromiso de devolución a precio de mercado.
2. Fomento de la capitalización de las instituciones, con suscripción de acciones de éstas por parte de los Gobiernos.
3. Reducción de 0,5 puntos porcentuales en los tipos de interés.
4. Libertad a cada Gobierno para que module las medidas en función de sus necesidades. O sea, sin coordinación por parte de la U.E.
5. Anuncio de reformas contables relativas a la valoración de instrumentos financieros antes del 31-12-2008.
6. Exigencia de responsabilidades a los directivos que perjudiquen a sus instituciones.

14 octubre Todas las Bolsas del mundo subieron ayer de manera unánime. La de Japón ofrecería sus resultados en la mañana del 14, con más del 13% de crecimiento. La reacción a las medidas anunciadas no se hizo esperar. Los datos de mayor interés son los siguientes:

	<u>Día</u>	<u>Año</u>
IBEX-35	+10,65	-34,43
EUROSTOXX 50	+11,00	-38,90
FT-100	+ 8,26	-34,07
DOW JONES	+11,08	-25,23
S&P	+11,58	-31,67
NASDAQ	+11,81	-30,47

14 octubre Se hacen públicas las medidas de ayuda en varios países, bien para garantizar los depósitos o para intervenir en el capital de las entidades financieras, conforme al siguiente cuadro:

<u>Países</u>	<u>Garantías</u>	<u>Capitalización</u>
Reino Unido	576.000 M	64.150
Francia	320.000 M	40.000
Alemania	400.000 M	70.000

14 octubre El Gobierno publica dos Decretos-Leyes con las medidas que a continuación se resumen:

El Decreto-Ley **6/1208**, de Medidas Urgentes en materia económico-financiera en relación con el plan de acción concertada de los países de la zona euro.

En virtud de ello, se autoriza el otorgamiento de Avaluos del Estado a las operaciones de nueva financiación que realicen entidades de crédito residentes en España. Tal financiación comprenderá a las emisiones de pagarés, bonos y obligaciones admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales españoles. Igualmente, a los depósitos interbancarios. El plazo máximo de vencimiento de estas operaciones será de cinco años, y el plazo de otorgamiento finalizará a finales de diciembre de 2009. El importe máximo asignado a estas operaciones será de 100.000 millones de euros en el año 2008.

Por otra parte, con carácter excepcional, y hasta el 31 de diciembre de 2009, el Estado podrá adquirir títulos emitidos por las entidades de crédito que necesiten reforzar sus recursos propios, incluyendo participaciones preferentes y cuotas participativas. Estos títulos no estarán sometidos a las limitaciones que la ley establece para la computabilidad de los recursos propios. En todo caso, en los acuerdos de adquisición, intervendrá el Banco de España

Y el Decreto-Ley **7/2008**, por el que se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, para apoyar la oferta de crédito a la actividad productiva de empresas y particulares mediante la adquisición de activos financieros. Para ello, se dotará un crédito con cargo a los Presupuestos de 30-50.000 millones de euros, que será financiado mediante la emisión de Deuda Pública.

El Fondo estará gobernado por un Consejo Rector formado por el Ministro de Economía; los Secretarios de Estado de Economía y Hacienda; el Presidente del Instituto de Crédito Oficial, el Abogado General y el Interventor General del Estado. El Consejo informará cuatrimestralmente de la evolución de los activos del mismo.

- 14 octubre Se conocen algunos detalles del plan norteamericano de ayudas a las entidades financieras. Entre las más importantes destacan: la garantía ilimitada temporal para depósitos bancarios sin interés que otorgará la Corporación Federal Aseguradora de Depósitos (FDIC), hasta un nivel de 250.000 dólares; un montante de 250.000 millones de euros para adquisición de títulos bancarios; otorgamiento de garantía de hasta tres años para los préstamos hipotecarios; ayudas directas a determinadas instituciones: Citigroup y J.P. Morgan-Chase, por 25.000 millones de dólares; de 20.000 millones de dólares al Bank of America, con una adición de 5.000 millones de dólares para la operación con Merrill Lynch; iguales sumas para Wells Fargo, con el suplemento de 5.000 millones para la operación con Wachovia. Finalmente, de 10.000 millones de dólares para cada de las instituciones Goldman Sachs y Morgan Stanley. Todas estas cantidades dentro de la cifra global de 700.000 millones de dólares.
- 15 octubre A pesar de las medidas anunciadas, se producen caídas generalizadas en las Bolsas de Asia (10%); Eurostoxx europeo (6,48%); Dow Jones (7,87) e Ibex-35, con algo más del 5%. El Ibex-35 caía el 5,06%, que se repetía al día siguiente, con un porcentaje ligeramente superior al 4%.
La cifra de negocio de la Bolsa madrileña caía desde 6.000 del día anterior, hasta los 4.400 millones de euros de este. No obstante, el sentimiento es de mayor propensión a la compra que a la venta. Los analistas atribuyen estas bajadas a las palabras del presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, al comentar la caída del consumo privado y la atonía inversora en Norteamérica.
- 16 octubre El grupo de Técnicos del Ministerio de Hacienda (GESTHA) hace pública una estimación del importe de la economía «sumergida» en España: del orden de 240.000 millones de euros, con origen en operaciones inmobiliarias y en las percepciones por servicios de profesionales liberales (ABC de 16 de octubre/pág. 42). Otras organizaciones consideran que debe estar en un intervalo entre 20-25% del PIB, algo más de diez puntos porcentuales por encima de la media europea.
- 16 octubre El Observatorio Económico de la Fundación FAES celebrado ayer, apoya el plan de rescate bancario preparado por el Gobierno de España, aunque cree que no servirá para evitar la recesión. Alguno de los participantes (Alberto Recarte) estimó que las entidades financieras tenían más de 400.000 millones de euros en créditos dudosos, la mayoría, otorgados a promotores inmobiliarios.
- 16 octubre La Unión Europea adelanta una serie de medidas clave para concitar la crisis. Entre ellas, destaca:
1. La eliminación de «paraísos fiscales», a lo que algunos Estados se oponen.
 2. La necesidad de promulgar una nueva directiva sobre Recursos Propios, agravando la dotación por inversiones en activos de riesgo.

3. Elevar el mínimo de la garantía de depósitos a los 100.000 euros, con plazo de recuperación para el depositante de tres días.
 4. Ampliar la supervisión a los Bancos que realizan operaciones transnacionales.
 5. Control riguroso a las Agencias de Calificación o Rating.
 6. Ajuste del valor contable de determinados activos financieros.
 7. Control del sueldo de los altos ejecutivos de las entidades financieras.
- 16 octubre En la subasta de Obligaciones del Estado a 30 años emitidas por España, sólo se aceptaron 1.000 millones de euros al 5,11% de interés, frente al 4,9% de la anterior subasta. Pone de manifiesto mayores dificultades para la financiación del sector público y a mayor precio.
- 17 octubre Se conoce el dato de la evolución norteamericana de la producción industrial en septiembre: cae el 2,8%, el porcentaje más alto en los últimos 34 años.
La mayor parte de los analistas abogan por centrarse ahora en la economía productiva. En Estados Unidos se arbitran ayudas para los fabricantes de automóviles para rediseño en las cadenas productivas, orientadas hacia la producción de vehículos de menor consumo.
- 18 octubre Las autoridades suizas desvelan el plan de ayuda para algunas entidades financieras, entre ellas, la Unión de Bancos Suizos. Recibirá 54.000 millones de dólares para adquirir activos «dudosos» y 6.000 millones para absorber una emisión de bonos convertibles. Por su parte, el Credit Suisse, con dificultades, recibirá una inyección de capital de origen privado procedente del Gobierno de Qatar.
- 20 octubre El Gobierno holandés anuncia el apoyo al banco ING, que se encuentra entre los veinte mayores del mundo por capitalización bursátil; 85 millones de clientes (1,75 en España) y 130.000 empleados. Recibirá 10.000 millones de euros —necesitaba 12.000—. El Estado se reserva incluir a dos representantes en su Consejo de Administración con facultad para intervenir en determinadas operaciones.
El Banco había tenido una espectacular caída en la Bolsa de Ámsterdam el pasado viernes, hasta el 27,48%, precipitando la ayuda de la administración del país.
- 20 octubre El Gobierno holandés anuncia el apoyo al banco ING, que se encuentra entre los veinte mayores del mundo por capitalización bursátil; 85 millones de clientes (1,75 en España) y 130.000 empleados. Recibirá 10.000 millones de euros —necesitaba 12.000—. El Estado se reserva incluir a dos representantes en su Consejo de Administración con facultad para intervenir en determinadas operaciones.
El Banco había tenido una espectacular caída en la Bolsa de Ámsterdam el pasado viernes, hasta el 27,48%, precipitando la ayuda de la administración del país.
- 20 octubre La inyección del Gobierno de Holanda al Banco ING —10.000 millones de euros— hace subir las Bolsas europeas entre 3-5%, aunque dos días después se registran fuertes caídas.
- 21 octubre Alemania destina 5.000 millones de euros para la compra de activos «contaminados», y otros 10.000 millones de euros para ayudas a la banca.

21 octubre Un primer balance de las ayudas de los Estados europeos a la banca se cifra en **302.538** millones de euros, con la distribución siguiente:

Reino Unido	130.394 millones de euros
(Northern Rock, Bradford and Bingley, RBS, HBOS, Lloyds)	
Alemania	80.000
(Hypo Real State, West LB, Sachsen LB, IKB, Bayern LB)	
Suiza	45.000
(UBS)	
Holanda	26.800
(Fortis, ABN, ING)	
Bélgica	11.100
(Dexia y Fortis)	
Dinamarca	5.644
(Roskilde y EBH)	
Luxemburgo	2.500
(Fortis)	
Islandia	1.100
(Glitnir, Kaupthing, Landsbanki)	

21 octubre Las Cajas de Ahorros de España tienen vencimientos de deuda en 2008 y 2009 por importe de 11.386 y 25.425 millones de euros, de los cuales, el 65%, en 2008 corresponde a Caja de Cataluña, Caja Madrid, Bancaja, La Caixa, Caixa Galicia y Caja de Ahorros del Mediterráneo. En 2009, estas seis instituciones absorberían el 79% del total.

21 octubre El Presidente de la Reserva Federal norteamericana, consciente que la crisis afecta tanto a la economía real como a la financiera, anuncia la presentación de un plan de estímulo del crédito a consumidores, compradores de vivienda y empresarios, que contribuirían a estimular el crecimiento y el empleo.

22 octubre Un estudio de Merrill Lynch anticipa que los Bancos europeos podrían necesitar una inyección de capital por importe de 73.000 millones de dólares. Los primeros Bancos españoles, Santander y BBVA precisarían 6.600 y 2.400 millones de euros, respectivamente.

22 octubre El anuncio de Argentina de nacionalizar una entidad —Administradora de Fondos de Pensiones, vinculada a BBVA— provoca fuertes caídas en la Bolsa española —la segunda más alta de su historia— en especial para los títulos de las empresas que tienen allí intereses: Repsol-YPF, Telefónica, Santander, BBVA, Caixa, etc.

25 octubre Una estimación del Bank of England nos aproxima a las pérdidas de las entidades financieras del comienzo de la crisis: 2,2 billones de euros. De ellos, 1,2 billones en Estados Unidos y 0,785 billones en Europa.

28 octubre La evolución diaria y en el año de los mercados de valores:

	<u>Día</u>	<u>Año</u>
IBEX-35	- 1,30	-47,93
EUROSTOXX 50	+ 3,87	-45,87
DOW JONES	+10,88	-31,66

S&P	+10,79	-37,81
NASDAQ	+ 9,53	-30,47
NIKKEI	+ 6,41	-50,21

29 octubre Las grandes corporaciones industriales buscan financiación asistida para, entre otros, las automovilísticas. General Motors, Chrysler y Ford están en esa línea. Las dos primeras requerirían del Gobierno norteamericano unos 10.000 millones de dólares.

Por otra parte, las entidades financieras acogidas al plan Paulson podrán pagar, con las ayudas recibidas, dividendos similares a períodos anteriores. Un 52% del total de las ayudas concedidas podrán destinarse al abono de dividendos, algo que no podrá hacerse en el Reino Unido ni en Alemania.

29 octubre El Director General de Regulación del Banco de España con ocasión del XVII Congreso de Auditoría que se celebra en Valencia afirmó:

- El modelo financiero que ha originado la crisis actual, basado en el establecimiento de intermediarios entre los clientes que piden un crédito y aquellos que finalmente lo financian, se ha convertido en un problema de todos.
- Respecto a los nuevos instrumentos financieros surgidos antes de la crisis, indicó que algunas entidades propusieron su utilización al Banco de España, aconsejando este que si se utilizaban, se consolidaran en balance, con lo que su rentabilidad desaparecería y que, por tanto, algunas no los crearon.
- La conveniencia que las agencias de rating utilicen escalas distintas de valoración para los productos tradicionales y los nuevos.
- Igualmente, que no debe abandonarse el «valor razonable» como método contable de valoración, sino perfeccionarlo.
- Abogó por la reducción de la complejidad de los productos estructurados, y de que quién conceda el crédito asuma también el riesgo de impago.
- Y, finalmente, se muestra perplejo ante el desconocimiento que aún se tiene de las pérdidas totales asociadas a la crisis.

Por su parte, el Gobernador del Banco de España, con motivo de la inauguración de curso de ESADE, estimó conveniente recomendar a las entidades financieras la retención de mayores beneficios, como fórmula para reforzar su base de capital ante el menor crecimiento del negocio, sin olvidar otras alternativas de financiación, como ampliaciones de capital y emisión de cuotas participativas. Igualmente, que sería necesario cara al futuro: reajustar los balances bancarios para adaptarlos a la nueva realidad y asumir un proceso intenso de estricto control de costes operativos.

Y el Vicepresidente de la Comisión del Mercado de Valores, en el mismo Congreso de Auditoría citado antes, indicó:

- El posible peligro de cambiar la legislación contable de manera apresurada para buscar un alivio de las cuentas de las empresas o de sectores concretos.

- Su posición contraria a la existencia de iniciativas unilaterales en la Unión Europea, que supongan un distanciamiento de las normas contables internacionales. Ello supondría un descrédito para las empresas europeas en los mercados internacionales.
- Por último, sugirió la apertura de un proceso de reflexión sobre la auto-regulación que existe para la profesión de tasadores inmobiliarios y financieros, al igual que se está plantando con las agencias de «rating», estableciendo ampliaciones a sus requisitos normativos y controles más rigurosos sobre su actividad.

30 octubre Se conoce el IPC armonizado de España con la zona euro. Se sitúa para el mes en el 3,6%.

31 octubre La evolución diaria y anual en los mercados de valores es:

	<u>Día</u>	<u>Año</u>
IBEX-35	+3,32	-39,96
EUROSTOXX 50	+2,52	-41,09
FT-100	+2,00	-32,21
DOW JONES	+1,57	-29,70
S&P	+1,54	-34,03
NASDAQ	+1,32	-35,11
NIKKEI	-5,01	-43,97

En la Bolsa española, el IBEX-35 tuvo en octubre uno de los peores meses de su historia con una pérdida del 17,03%.

31 octubre El Banco de España adelanta la evolución trimestral del PIB: a septiembre de 2008 desciende 0,2%. Se confirma la tendencia decreciente en los últimos siete trimestres:

Año 2007: 1,0 / 0,9 / 0,7 / 0,8. Crecimiento anual: 3,5%.

Año 2008: 0,3 / 0,2 / -0,2 /.

4 noviembre Se conoce la cifra del desempleo español correspondiente al mes de octubre: 2.818 millones de personas, creciente por séptimo mes consecutivo.

4 noviembre Los tipos de interés se reducen en USA hasta el 1% (que habían bajada el 29 de octubre anterior).

5 noviembre Tras las elecciones norteamericanas, los principales mercados del mundo se sitúan así:

	<u>Día</u>	<u>Año</u>
IBEX-35	+0,18	-35,82
EUROSTOXX 50	-1,61	-38,39
FT-100	-2,34	-29,83
DOW JONES	-5,05	-31,10
S&P	-5,27	-35,11
NASDAQ	-5,53	-36,60
NIKKEI	+4,46	-37,80

6 noviembre Los tipos de interés en la zona euro y Reino Unido se reducen al **3,25 y 4,00%**, respectivamente, desde el 3,75 y 4,50%, que estaban desde el 8 de octubre. En Japón se sitúan en el **0,3%**.

TERMINOLOGÍA

Por si fuere de interés, se acompaña un breve glosario de términos utilizados en los mercados internacionales, en especial tras la aparición de las denominadas «turbulencias financieras»:

- **ABS (Asset Backed Securities):** Obligaciones que cuentan con el respaldo de un activo, ya sea inmobiliario, financiero o material, incluso, elementos de transporte, como aeronaves, buques, etc.
- **AGENCIAS DE RATING:** Se denomina así a las Agencias Internacionales que basan su actividad en la calificación de activos financieros, especialmente, los de deuda, emitidos por diversas organizaciones, públicas o privadas.
- **CDO (Collateralized Debt Obligations):** Instrumentos que invierten habitualmente en bonos corporativos, titulaciones y préstamos generalmente, en el espectro crediticio de más riesgo, como los *high yields*. Hasta ahora, venían financiándose mediante estrategias de arbitraje, tomando financiación a corto plazo (tanto bancaria como de papel comercial), basados en un rating favorable de las Agencias e invirtiendo sus recursos en activos de mayor duración. Su generalización ha permitido distribuir la financiación del crecimiento del mercado hipotecario americano entre inversores institucionales en diversas partes del mundo.
Para algunos analistas, Obligaciones de Deuda colateralizada, ordenadas según la probabilidad de impago.
- **CDS (Credit Default Swaps):** Instrumentos que se utilizan como garantía del riesgo de crédito. El comprador acepta el riesgo de impago de compañías o entidades financieras. Funciona como una garantía / seguro, o sea, como si no hubiera «fondeo». Se considera por algunos como una variante de las CDO, que genera una percepción adicional.
- El spread del CDS puede utilizarse como indicador de mercado para valorar el riesgo-país. En tal caso, actúa como un contrato bilateral OTC (Over The Counter) mediante el cual, el comprador de protección transfiere al vendedor de protección el riesgo de que se produzca un «evento de crédito» que se especifica en el contrato por parte de una empresa o emisor soberano.
- **CLO (Collateralized Loan Obligations):** Lo mismo que los anteriores, aunque invirtiendo sus recursos en empréstitos, préstamos, titulaciones, etc.
- **CONDUITS:** Vehículos de titulación de activos, utilizados por las entidades financieras para generar un diferencial en la gestión. Su valor se desplomó al principio de las turbulencias financieras. En España no están permitidos. Igualmente, se considera que son una especie de organizaciones, a modo de

Trusts o Fondos, no sociedades, creadas por entidades financieras para «gestionar paquetes de activos problemáticos», que, a través de la figura, se eliminan del balance de aquéllas.

- **CPDO (Constant Proportion Dynamic Obligations):** Variante de producto estructurado, de utilidad en entornos de cierto desorden.
- **MORTGAGE BACKED SECURITIES (MBS):** Se denominan así a las obligaciones garantizadas por operaciones hipotecarias o con garantía real.
- **PRIME:** Categoría de hipotecas en Estados Unidos que tienen un riesgo de tipo normal en su mercado (riesgo de impago en la escala 620-850).
- **SIVs (Structured investment vehicles):** Vehículos de inversión estructurada.
- **SUBPRIME:** Categoría en la que en Estados Unidos se integran las hipotecas de elevado perfil de riesgo. En la actualidad, del orden de la cuarta parte del total (riesgo de impago en la escala 300-620).
Se conocen también con el nombre vulgar «NINJA» (No Income, No Job, No Assets. Esto es, no tienen ingresos, trabajo ni propiedades).