

## COMPARACIÓN HISTÓRICA DE EPISODIOS DE TURBULENCIAS FINANCIERAS GLOBALES

Pedro del Río (\*)

(\*) Pedro del Río pertenece a la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales del Banco de España. El autor agradece la asistencia técnica de Emilio Muñoz y los comentarios recibidos por parte de Vicente Salas. Este artículo es responsabilidad exclusiva del autor y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España.



## Comparación histórica de episodios de turbulencias financieras globales

El episodio reciente de turbulencias en el sistema financiero mundial, que ha tenido su origen en el mercado hipotecario de alto riesgo (*subprime*) de Estados Unidos, ha generado una elevada incertidumbre sobre su alcance y su impacto económico final. Este artículo trata de buscar paralelismos con otros episodios de tensiones financieras globales del pasado reciente, atendiendo al ajuste que se produjo en los mercados financieros, a la respuesta de las políticas económicas y a sus repercusiones económicas. De los resultados de esta comparación se extraen algunas conclusiones importantes. El foco de las tensiones se ha situado en los mercados desarrollados, donde las correcciones que se están produciendo empiezan a ser sustanciales, mientras que las economías emergentes, en otras ocasiones gravemente afectadas, han mostrado un comportamiento mejor en el episodio actual. La respuesta de las autoridades económicas también está siendo mucho más intensa que en otros episodios, lo que da muestras de la magnitud potencial del problema. Finalmente, el hecho de que en la actualidad se puedan ver afectados tanto el canal crediticio bancario como los mercados de capitales constituye el principal riesgo para la economía mundial.

### 1 Introducción

A la hora de analizar el actual episodio de turbulencias financieras globales, un enfoque interesante es tratar de comparar las similitudes y diferencias que presenta con otras correcciones de los mercados financieros mundiales que se han producido en las últimas décadas. Ello quizá permita detectar patrones de comportamiento parecidos que ayuden a predecir el impacto final de las turbulencias. Parece sensato centrarse en episodios relativamente recientes que puedan ser equiparables al actual, pero hay que tener en cuenta que incluso períodos cercanos en el tiempo son difícilmente comparables, como consecuencia del impresionante ritmo de avance en el proceso de innovación financiera en los últimos años, que se ha expandido rápidamente por todo el mundo gracias al fenómeno de la globalización. Este desarrollo del sistema financiero mundial ha multiplicado los segmentos de mercado, muchos de los cuales se han visto afectados por las recientes turbulencias financieras, mientras que en episodios anteriores ni siquiera existían o se encontraban en un estado embrionario<sup>1</sup>.

Por otra parte, este artículo no pretende hacer una recopilación exhaustiva de todos los episodios de turbulencias financieras que se han producido en los últimos años, sino tan solo de algunos que podrían ser, en principio, más parecidos a lo que está sucediendo actualmente, tanto por su origen en Estados Unidos como por la rapidez y el alcance de su propagación a los mercados financieros mundiales. Así, quedan fuera de este análisis los episodios de turbulencias financieras que azotaron a distintas economías emergentes y desarrolladas en los años ochenta y noventa, algunos de los cuales pueden tener características comunes con el actual, como la crisis de Japón en los años noventa, pero que no supusieron un deterioro significativo en las condiciones financieras mundiales. En concreto, se van a tratar los acontecimientos que tuvieron lugar en los mercados financieros en tres episodios previos: el *crash* bursátil de octubre de 1987, la crisis del *Long Term Capital Market* (LTCM) en 1998 y el estallido de la burbuja tecnológica en el año 2000.

Recientemente, la literatura económica ha tratado de buscar similitudes con episodios pasados de turbulencias financieras. Así, por ejemplo, algunos autores han destacado la cons-

---

1. Algunos autores hablan de este episodio de turbulencias financieras como el primero de la era de las titulaciones, por lo que presenta muchas características que no resultan familiares respecto a ocasiones precedentes [véase, por ejemplo, Greenlaw et ál. (2008)].

tancia de algunos problemas fundamentales, que se repiten en casi todos los casos de dificultades financieras. Los profundos cambios que ha experimentado el sistema financiero mundial en las últimas décadas, que en los años más recientes se han acelerado, con el surgimiento de nuevos instrumentos, mercados y agentes a una escala global, hacen que la dinámica de las turbulencias financieras se haga más impredecible y se expanda de una forma más general. Pero, a pesar de ello, las características fundamentales del sistema financiero, que dan pie a los episodios de inestabilidad, no han cambiado esencialmente: en última instancia, son los excesivos riesgos asumidos, normalmente en períodos de bonanza, la causa principal de las turbulencias [véase Borio (2007 y 2008)]. Es más, aunque los instrumentos y los agentes pueden haber variado en el tiempo, el propio fenómeno de la innovación financiera suele ser protagonista en la mayoría de los episodios de tensiones en los mercados financieros [véase Bordo (2007)]. Del mismo modo, los problemas de información asimétrica están en la raíz de las correcciones del sistema financiero: esos problemas, ignorados o no tenidos en suficiente consideración en los momentos de tranquilidad, se manifiestan en toda su crudeza en los períodos de ajuste [véase Mishkin (1997)].

Otros autores, por su parte, han tratado de buscar patrones comunes en la evolución de distintas variables macroeconómicas y financieras antes y después de crisis financieras. Por ejemplo, Reinhart y Rogoff (2008) analizan la evidencia histórica en los países industrializados a partir de la Segunda Guerra Mundial y extraen una serie de conclusiones sobre el perfil que han mostrado algunas variables: antes de que se produzca la crisis, suele tener lugar una acumulación de desequilibrios (un rápido crecimiento de los precios de las acciones y de la vivienda en los años previos, un incremento del déficit por cuenta corriente y del endeudamiento de los agentes), que terminan por corregirse cuando se desencadena la crisis, ocasionando pérdidas económicas importantes.

Cabe mencionar, también, que algunos autores han señalado la presencia de unas políticas monetarias demasiado laxas en el origen de los excesos que han dado lugar, posteriormente, a los episodios de ajuste [véase, por ejemplo, Taylor (2007)]. No obstante, la evidencia empírica muestra que, si bien tipos de interés anormalmente bajos —entendidos como aquellos que se habrían desviado sustancialmente de alguna referencia razonable, como podría ser el tipo de interés derivado de una regla de Taylor— han podido generar excesos en la concesión de crédito y en los precios de algunos activos financieros y reales, no son un factor necesario para que se produzcan esos desequilibrios, que, en otras ocasiones, han venido causados simplemente por procesos de desregulación e innovación financiera [véase Ahrend et ál. (2008)]<sup>2</sup>.

En este artículo no se analizan las causas últimas de las actuales turbulencias financieras, ni se hace una descripción pormenorizada de su evolución. Y aunque se hace especial hincapié en lo que ha sucedido en Estados Unidos, el país que ha sido foco de las turbulencias, se ofrece una perspectiva más amplia, en línea con el ejercicio realizado por el Fondo Monetario Internacional [véase FMI (2007b)], analizando el impacto de los distintos episodios de turbulencias financieras en los mercados financieros mundiales, la respuesta que originaron por parte de las autoridades económicas y, finalmente, cuáles fueron sus repercusiones económi-

---

2. El trabajo de Ahrend et ál. (2008) muestra evidencia, para los principales países desarrollados de la OCDE, de correlación entre períodos con tipos de interés sustancial y persistentemente por debajo de los prescritos por la regla de Taylor y aumentos cuantiosos en el crédito y en los precios de algunos activos, especialmente los de las viviendas, como podría haber sido el caso de Estados Unidos en estos últimos años. Sin embargo, no encuentran tal relación con el precio de las acciones y, lo que resulta más importante, señalan que también se han producido incrementos sostenidos en los precios de los activos en períodos en los que los tipos de interés se encontraban en línea con los de la regla de Taylor, normalmente asociados a fases de desregulación y de innovación financiera.

cas. El resto del artículo se organiza de la siguiente manera: en el segundo epígrafe se describen brevemente los distintos episodios de turbulencias financieras que se van a comparar; en el tercer epígrafe se muestra cuál fue el ajuste que se produjo en los principales mercados financieros mundiales en cada caso; en el cuarto epígrafe se repasa la respuesta de las políticas económicas; en el quinto apartado se comparan las repercusiones económicas que se derivaron de las turbulencias; y, finalmente, en el último apartado se muestran las principales conclusiones.

## **2 Descripción de los episodios de turbulencias financieras globales**

Antes de pasar a describir los diferentes episodios de turbulencias financieras, conviene detenerse en la crisis de las *Savings&Loan* en Estados Unidos, un episodio que no se analiza en este artículo, pues su desarrollo abarcó casi toda la década de los ochenta y parte de los años noventa, y no se presta bien a un estudio centrado en los movimientos de las principales variables financieras. No obstante, algunas de sus características guardan cierta similitud con lo que ha ocurrido recientemente (como las dificultades experimentadas por el sector bancario y su origen en el ajuste del mercado inmobiliario), por lo que esa experiencia debería tenerse en cuenta a la hora de tratar del posible impacto económico de las turbulencias financieras de hoy en día.

Las *Savings&Loan* aprovecharon la desregulación del sistema bancario de Estados Unidos en los años ochenta para captar depósitos a tipos de interés elevados y embarcarse en préstamos hipotecarios residenciales y comerciales muy cuantiosos<sup>3</sup>. A medida que el mercado inmobiliario fue desplomándose durante esa década (el número de viviendas construidas se redujo casi a la mitad entre 1986 y 1991), muchas de esas instituciones no pudieron hacer frente a los intereses prometidos a sus depositantes y más de mil instituciones acabaron quebrando (la crisis también se extendió a los bancos, que en un número superior a los mil quinientos recibieron asistencia financiera o fueron cerrados). El coste total de la crisis se ha estimado en torno a los 160 mm de dólares de la época (alrededor de un 3% del PIB de Estados Unidos en 1990), de los cuales 125 mm fueron asumidos por el gobierno federal, engrosando los déficits públicos de principios de los años noventa. El ajuste que se produjo en el sector financiero, con un fuerte endurecimiento de las condiciones crediticias, tuvo un impacto sustancial en el gasto en consumo y en la inversión empresarial, y, junto con la caída de la inversión residencial, contribuyó a agudizar la recesión económica de 1991.

En cuanto a los episodios de turbulencias financieras globales que se van a comparar en este artículo, sin entrar en un detalle pormenorizado de los mismos, conviene al menos tener una idea aproximada de lo que sucedió en cada uno de ellos. En los siguientes apartados se analizarán los ajustes que se produjeron en los mercados financieros, la reacción de las políticas económicas y las repercusiones económicas que se derivaron en cada caso.

El *crash* bursátil de octubre de 1987 tuvo lugar el lunes día 19 de ese mes (*Black Monday*). Ese día, el índice *Dow Jones* cayó un 23%, su mayor caída en un solo día en la historia<sup>4</sup>. Desde 1982, la bolsa había registrado en Estados Unidos unas sustanciales ganancias, apoyada en numerosas operaciones de salida a bolsa, OPA hostiles, y fusiones y adquisiciones de compañías. En los primeros siete meses de 1987, la bolsa americana ganó un 45%. Sin embargo, a partir de agosto de 1987, en un contexto de pérdida de confianza, se incrementó la volatilidad en el mercado, hasta que a mediados de octubre se desencadenó la crisis. Los sistemas de negociación informáticos automáticos (*program trading*) provocaron una ejecución simultánea de múltiples órdenes de venta, lo que precipitó las caídas. Se produjo una

3. Para una descripción de la crisis de las *Savings&Loan*, véase, por ejemplo, DeGennaro et ál. (1991). 4. Un análisis pormenorizado de la crisis de 1987 y de la respuesta de la Reserva Federal puede verse en Carlson (2007).

fuga de capitales hacia títulos de deuda pública en busca de seguridad, al tiempo que las caídas bursátiles, el aumento de la volatilidad y los problemas de liquidez se extendieron a los mercados mundiales. Las pérdidas fueron importantes, pero a partir del mes siguiente se inició una gradual recuperación.

La crisis del LTCM se inició en los meses de agosto y septiembre de 1998. El LTCM era un *hedge fund* que efectuaba operaciones de arbitraje entre bonos de deuda pública e invertía en instrumentos derivados. En 1998 llegó a gestionar una cartera de 100 mm de dólares, con tan solo 4 mm de capital, y sus posiciones en derivados llegaron a valorarse en un nocional de 1,25 billones de dólares. Cuando, en el mes de agosto, Rusia declaró el impago de su deuda, se produjo una fuga masiva de capitales hacia los activos más seguros y una crisis de liquidez. El intento del LTCM de deshacer sus posiciones intensificó las presiones a la baja sobre los mercados. En septiembre, el pánico creado por las posibles pérdidas del LTCM (que, finalmente, ascendieron a 4,6 mm de dólares) y por la exposición que pudieran tener bancos de inversión generó un aumento de los diferenciales corporativos y caídas en las bolsas mundiales. Para evitar una crisis sistémica, la Reserva Federal orquestó un rescate del LTCM por parte de sus acreedores, bancos de inversión y bancos comerciales, que ascendió a 3,6 mm de dólares<sup>5</sup>. En los meses de octubre y noviembre de ese mismo año se inició la recuperación de los mercados bursátiles, que continuaría hasta llegar a los máximos del año 2000.

El estallido de la burbuja tecnológica que se inició en marzo del año 2000, cuando el índice NASDAQ llegó a su máximo histórico, vino precedido de la expansión ocasionada por la nueva economía y las tecnologías de la información en la segunda mitad de los años noventa, que produjo un exceso de inversiones en esa industria. En ese período, las bolsas obtuvieron ganancias muy cuantiosas, especialmente los índices tecnológicos (solo en los doce meses previos a que el NASDAQ registrase su máximo, creció un 122%). Cuando se revisaron las perspectivas de beneficios de esas inversiones y se empezaron a poner en duda las valoraciones de las acciones, se desencadenó el pinchazo de la burbuja y se produjo una corrección en las bolsas de todo el mundo, que se extendió desde mediados del 2000 hasta principios de 2003, junto con un aumento muy sustancial de la volatilidad financiera y los diferenciales crediticios, lo que acabó repercutiendo en una recesión en Estados Unidos y en una fuerte desaceleración del crecimiento económico mundial<sup>6</sup>. En ese período, otros acontecimientos desfavorables se sumaron al estallido de la burbuja tecnológica, como fueron los atentados del 11-S de 2001 y los posteriores escándalos empresariales en Estados Unidos y en Europa (*Enron*, *WorldCom*, etc.).

El origen de las actuales turbulencias financieras, desencadenadas a partir del verano de 2007, tiene lugar en los acontecimientos del mercado de préstamos hipotecarios de alto riesgo (*subprime*) de Estados Unidos. El volumen de estos préstamos, concedidos a individuos con un perfil de riesgo elevado y sin apenas historial crediticio, creció muy considerablemente en los últimos años, como consecuencia de unas condiciones financieras generales muy favorables y del dinamismo del sector inmobiliario en Estados Unidos, que trajo aparejado un fuerte aumento de los precios de la vivienda, lo que permitió a los prestatarios refinanciar sus préstamos, en especial a aquellos que tuvieron que hacer frente a tipos de interés variables que se iban ajustando al alza conforme se endureció el tono de la política monetaria en Esta-

---

5. Para una descripción breve de lo ocurrido en 1998 por parte de alguien inmerso en los acontecimientos, véase Scholes (2000). La Reserva Federal justificó el rescate del LTCM por el temor a que se produjese una crisis de efectos sistémicos [véanse Greenspan (1998) o Haubrich (2007)]. 6. Para un análisis de las causas y de las características de la recesión de 2001, véase, por ejemplo, Kliesen (2003).

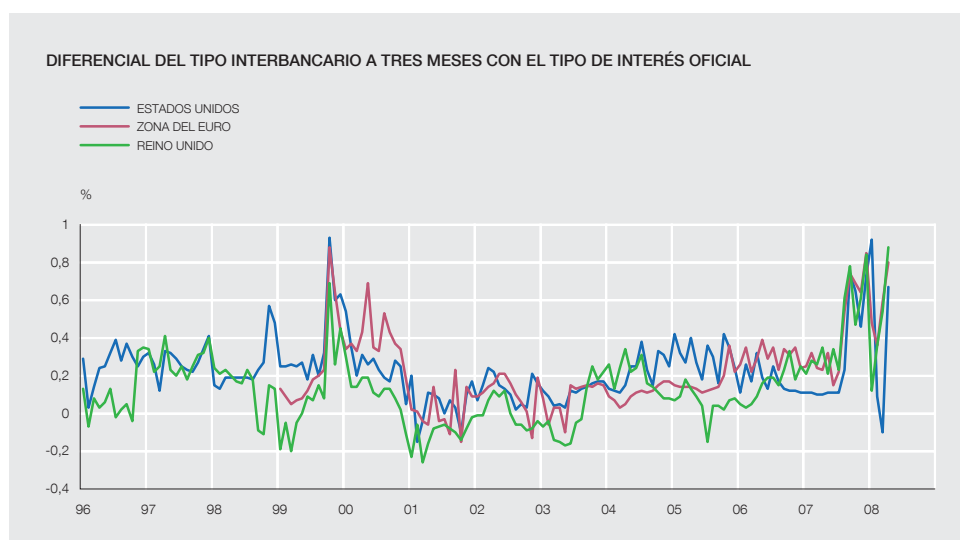
dos Unidos. Sin embargo, el ajuste en el mercado inmobiliario de Estados Unidos, que se empezó a producir en 2006 y que en 2007 propició caídas en los precios de la vivienda, limitó las posibilidades de refinanciación. Como consecuencia, las tasas de morosidad de los préstamos *subprime* repuntaron de forma sustancial a lo largo de 2007, llegando a superar el 20% la de los referenciados a tipos de interés variable.

A pesar del origen tan localizado de las turbulencias (el segmento *subprime* supone 1,2 billones de dólares, poco más del 10% del mercado hipotecario en Estados Unidos), lo que llevó a la Reserva Federal a estimar inicialmente las pérdidas en unos 100 mm de dólares, las tensiones se expandieron al sistema financiero global a través de la exposición que los inversores tenían a diferentes instrumentos que estaban vinculados a estas hipotecas, mediante el proceso de titulización y de creación de productos estructurados, que permite transferir el riesgo a terceros (modelo «originar para distribuir»). La incertidumbre respecto a la cuantía de las posibles pérdidas para el sistema financiero mundial, debido, entre otras cosas, a la dificultad de valorar instrumentos complejos en un contexto de falta de liquidez, y, sobre todo, sobre quién puede estar expuesto a ellas, por la falta de transparencia sobre los tenedores últimos de esos activos, produjo una pérdida de confianza y un brusco recorte de la liquidez en numerosos segmentos de mercado. Los problemas de liquidez han sido especialmente importantes en los mercados interbancarios, debido a la incertidumbre sobre la exposición de las entidades bancarias a esos instrumentos, bien de forma directa en su cartera, o indirecta (a través de líneas de crédito comprometidas a vehículos de inversión especializados que, en principio, los bancos habían sacado fuera de sus balances). Aunque las autoridades monetarias han reaccionado con rapidez a estos problemas de liquidez proporcionando fondos a los mercados interbancarios, las turbulencias han acabado por contagiarse a otros mercados financieros (bolsas y bonos corporativos), al reevaluarse los riesgos de otros activos, en un contexto de continuas revisiones al alza de las pérdidas estimadas y de fuerte desaceleración económica en Estados Unidos, con posibles repercusiones para la economía mundial<sup>7</sup>.

### **3 Impacto sobre los mercados financieros mundiales**

Como se ha mencionado en el apartado anterior, una característica particular del actual episodio de turbulencias financieras es que los mercados monetarios, que suelen ser muy líquidos, han sufrido importantes problemas de liquidez, lo que ha provocado un incremento de los tipos de interés interbancarios y una falta de operaciones en plazos a más de una semana<sup>8</sup>. Así, como se puede apreciar en el gráfico 1, el diferencial entre los tipos de interés interbancarios a tres meses y los tipos de interés oficiales en las principales economías desarrolladas experimentaron un repunte importante y persistente en los últimos meses, a pesar de las inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales. Este diferencial, que habitualmente se suele situar en un estrecho rango de unos 10-40 puntos básicos (pb), ha llegado a situarse cerca de los 100 pb en los momentos de mayor tensión. En las últimas dos décadas, este diferencial solamente había aumentado tanto en ocasiones puntuales, como en 1998 o en los últimos meses de 1999, ante el temor a que se produjesen disfunciones en los sistemas informáticos por el efecto del año 2000. Sin embargo, los diferenciales volvieron a sus niveles normales con relativa rapidez. En este sentido, el actual episodio no tiene comparación con lo sucedido en otros períodos de turbulencias financieras, lo que muestra su carácter singular al afectar a los sistemas bancarios de las principales áreas desarrolladas.

7. Una buena descripción del origen de las turbulencias actuales y de la respuesta de la Reserva Federal se encuentra en Bernanke (2008). 8. También son muy significativos en este episodio actual la falta de liquidez, el descenso en las emisiones y el incremento de los diferenciales del papel comercial, normalmente activos muy líquidos, pero que están en el centro de las actuales turbulencias, al estar respaldados en muchos casos por instrumentos contaminados por la crisis de las hipotecas *subprime*.

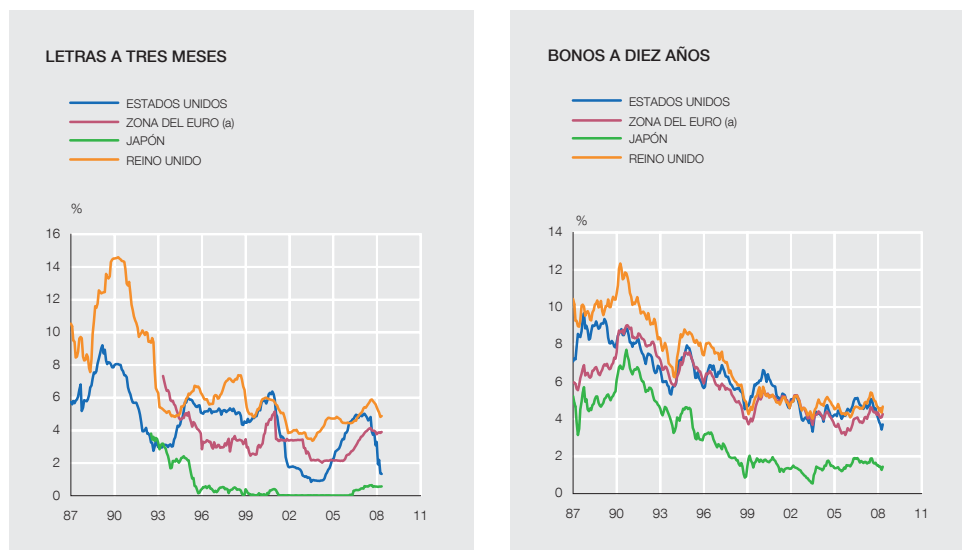


FUENTE: Datastream.

Por el contrario, como en ocasiones precedentes, los inversores han tendido a refugiarse en instrumentos de deuda pública, tanto de corto como de largo plazo, en un movimiento de huida hacia la calidad y la liquidez (véase gráfico 2). Así, los rendimientos de las letras a tres meses registraron en esta ocasión una reducción notable, que ha sido especialmente importante en el caso de Estados Unidos, de casi 400 pb, llegando a situarse a mediados de marzo en un 0,60%. En algunos casos de episodios de turbulencias precedentes, las caídas de las rentabilidades de las letras a tres meses en Estados Unidos fueron menores (de unos 170 pb en 1987 y de 50 pb en 1998), mientras que en otros se produjeron descensos bruscos, durante las recesiones de principios de la década de los noventa y en el año 2001, en consonancia con las reducciones que tuvieron lugar en el tipo de interés oficial. En la búsqueda de activos seguros, los inversores también se han refugiado en los títulos a largo plazo de la deuda pública de los países desarrollados, cuya rentabilidad registró descensos parecidos a los de ocasiones precedentes (de unos 150 pb en el caso de Estados Unidos), llegando a producirse recientemente algunos problemas de liquidez en los mercados de deuda a largo plazo.

Las correcciones que, por el momento, se han producido en las bolsas de las economías desarrolladas son similares en su cuantía a las de los episodios de 1987 y de 1998, de entre un 20% y un 30%, aún muy inferiores a las que tuvieron lugar tras el pinchazo de la burbuja tecnológica en el año 2000 y la posterior recesión, cuando llegaron a perder hasta un 60% de su valor (véase gráfico 3). Sin embargo, una diferencia notable con los casos de 1987 y 1998 es que entonces las correcciones bursátiles fueron bruscas en las primeras semanas, pero empezaron inmediatamente después una gradual recuperación. En el episodio actual, si bien las caídas en las bolsas fueron más moderadas en las primeras semanas de turbulencias, de un 10%-15%, e incluso se produjo una cierta recuperación de las mismas hasta finales de año, posteriormente, en un contexto de temores a una mayor desaceleración económica y de elevada volatilidad, han registrado nuevas caídas, alargándose su período de corrección más de lo que duró en los episodios de 1987 o 1998, lo que genera temores de que el ajuste pueda ser más parecido al que tuvo lugar en la recesión de 2001. Un mensaje similar se extrae de los diferenciales de los bonos corporativos, tanto aquellos con mejor calificación crediticia como, especialmente, los más arriesgados, que también se han visto afectados en épocas de

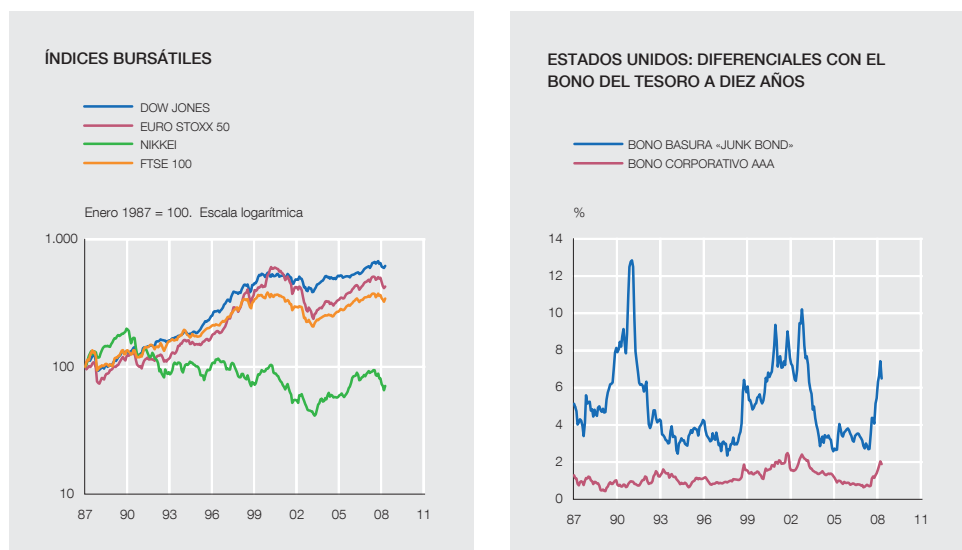




FUENTE: Datastream.

a. Los datos corresponden a Alemania.

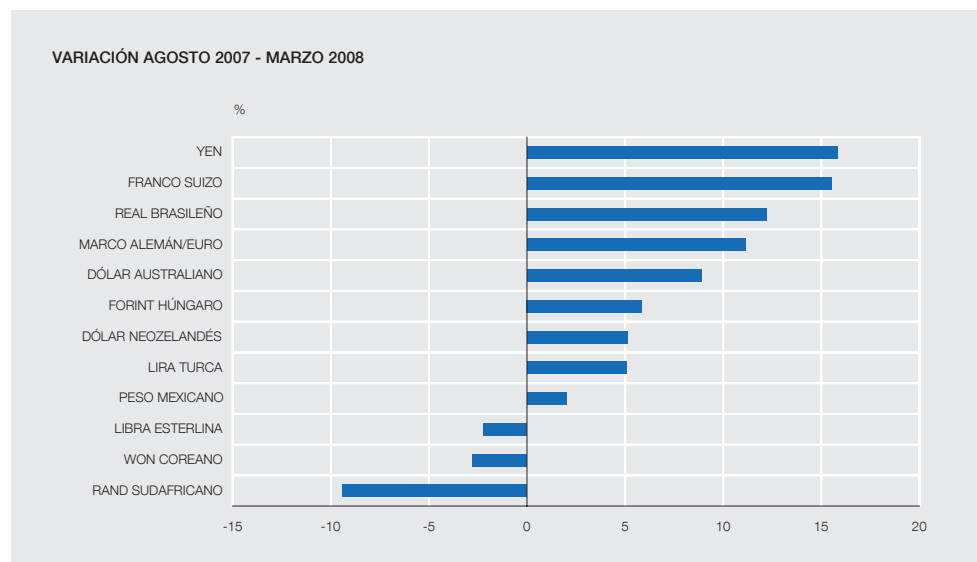
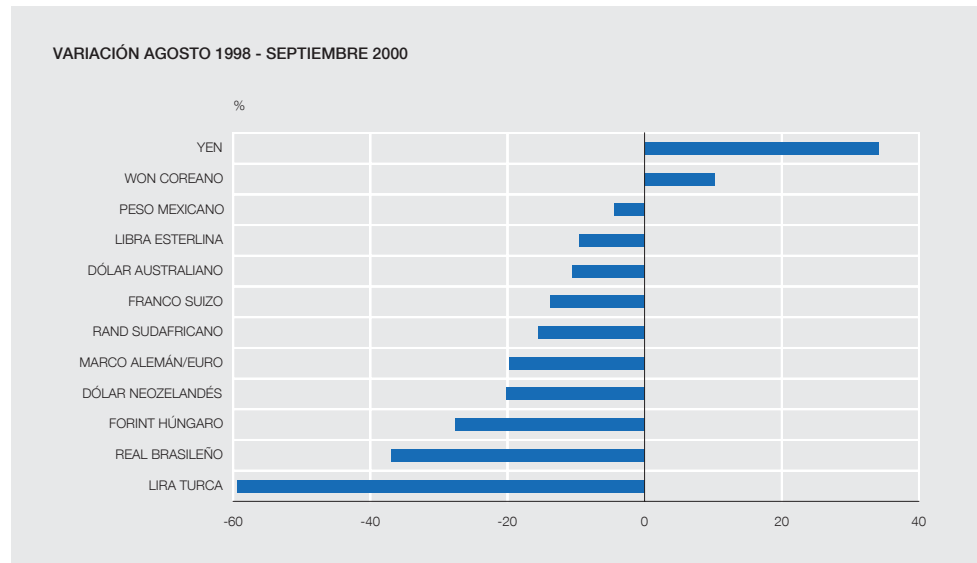
MERCADOS BURSÁTILES DESARROLLADOS Y DIFERENCIALES DE LOS BONOS CORPORATIVOS EN ESTADOS UNIDOS



FUENTES: Datastream, bono industrial AAA de Moodys y bono de alto rendimiento de Lehman Brothers.

turbulencias (véase gráfico 3)<sup>9</sup>. En el episodio actual, aunque en primera instancia los diferenciales de los bonos corporativos no aumentaron significativamente, a partir del mes de noviembre se produjo un nuevo y sostenido incremento, que llegó a elevar el diferencial de los bonos de mejor calificación en 150 pb desde los mínimos de junio y el de los bonos de alto riesgo en unos 530 pb, un aumento parecido al del año 2000, aunque en este último caso los tipos de interés llegaron a niveles mucho más elevados. En contraste, en 1987 el diferencial de los bonos de

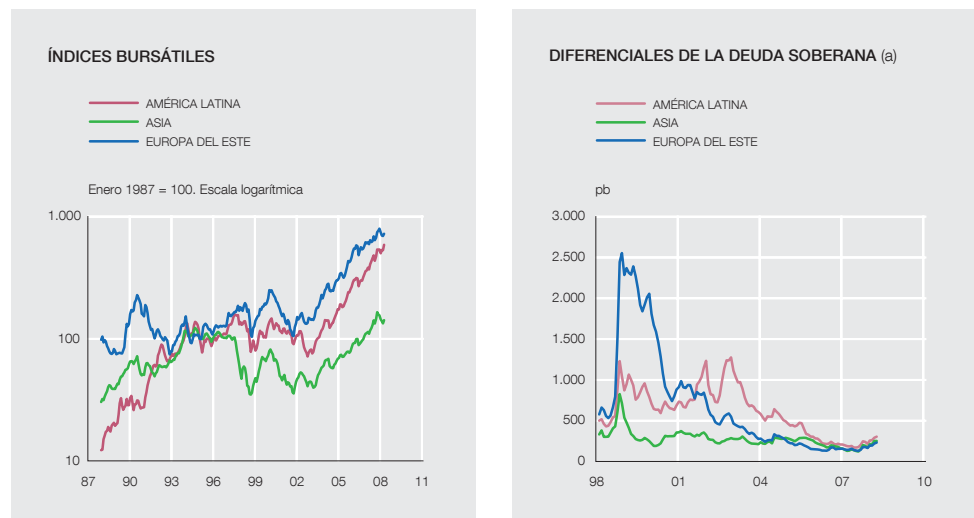
9. En el actual episodio, las tensiones que se han producido en los mercados crediticios también se perciben con claridad en otros indicadores de riesgo de crédito (*credit default swap index*), que no se muestran en este artículo por ser instrumentos relativamente recientes.



FUENTE: Datastream. Datos porcentuales. Un signo positivo (negativo) indica una apreciación (depreciación) de la moneda frente al dólar. Hasta enero de 1999, tipo de cambio del marco alemán frente al dólar.

mejor calificación crediticia no llegó a los 100 pb, mientras que el diferencial de los bonos más arriesgados se incrementó en unos 240 pb.

En los últimos meses, los mercados de divisas también se han visto afectados por las turbulencias financieras, con una depreciación sustancial del dólar frente a un amplio conjunto de monedas (véase gráfico 4). Al igual que sucedió en 1998, las monedas que más se han apreciado frente al dólar son aquellas que han estado involucradas en operaciones de *carry trade*; en concreto, el yen japonés y el franco suizo. En los años previos a 1998, los inversores se habían embarcado en estrategias de *carry trade*, financiándose en yenes para invertir en divisas que ofrecían mayores rentabilidades. Desde los mínimos de mediados de 1995 hasta agosto de 1998, algunas monedas se apreciaron sustancialmente frente al yen (la libra esterlina un 42%, el dólar australiano un 45% y el dólar neozelandés un 35%). La corrección final fue muy pronunciada: entre agosto de 1998 y septiembre de 2000, la libra esterlina y el dólar australiano se depreciaron frente al yen un 32% desde agosto de 1998, y el dólar neo-



FUENTE: Datastream.

a. EMBI+ para América Latina y EMBI Global para Asia y Europa del Este.

zelandés, un 40% (el yen se apreció un 33% frente al dólar). Por no citar algunas divisas de economías emergentes, como las de Brasil o Turquía, que se depreciaron un 50%-60% frente al yen. En esta ocasión, también parece haber indicios de que algunas posiciones de *carry trade* abiertas en los últimos años, cuya cuantía es complicado conocer con exactitud, se han podido deshacer, dada la fuerte apreciación del yen y del franco suizo en unos pocos meses, pero lo más significativo ha sido la depreciación generalizada del dólar, por el deterioro de las expectativas económicas y por el descenso de los tipos de interés en Estados Unidos<sup>10</sup>.

Una de las diferencias más marcadas con otros episodios anteriores de turbulencias financieras es que los mercados emergentes se han comportado en esta ocasión de forma relativamente favorable, pues la cuantía de los ajustes en los mercados financieros está siendo, hasta el momento, muy inferior a lo que habitualmente mostraba la experiencia histórica (véase gráfico 5). Ello puede deberse, al menos en parte, a la mejoría en los fundamentos de esas economías, en comparación con los períodos anteriores, en los que estuvieron muchas veces en el epicentro de las turbulencias. Así, tras apenas verse afectadas en los últimos meses de 2007, a principios de 2008 las bolsas emergentes iniciaron un ajuste que les produjo unas caídas de alrededor del 20%-30%, desde los niveles extraordinariamente elevados que habían alcanzado a finales del año pasado, pero posteriormente han iniciado una nueva recuperación, salvo alguna excepción, como la de China. En comparación, en 1998 las bolsas emergentes, que ya venían golpeadas por la crisis asiática del año anterior, llegaron a perder más de un 60%, mientras que entre los años 2000 y 2002 las pérdidas fueron del 50%-60%. Igualmente, los diferenciales de deuda soberana emergente se han comportado, en general, de una forma mucho más favorable que en otras ocasiones. Así, aunque en los últimos meses los diferenciales de los agregados regionales llegaron a aumentar en unos 160-190 pb para los agregados regionales, ese repunte es muy inferior a los que se produjeron en 1998 o en 2001-2002. Además, dada la reducción de los tipos de interés de la deuda a largo plazo en las economías

10. Para un análisis de la posible cuantía del *carry trade* en yenes, véase el recuadro 1.1 del *Global Financial Stability Report* del FMI, de septiembre de 2006, «The yen carry trade» [FMI (2006)].

avanzadas, el coste efectivo de financiación para las economías emergentes apenas se ha visto afectado en esta ocasión.

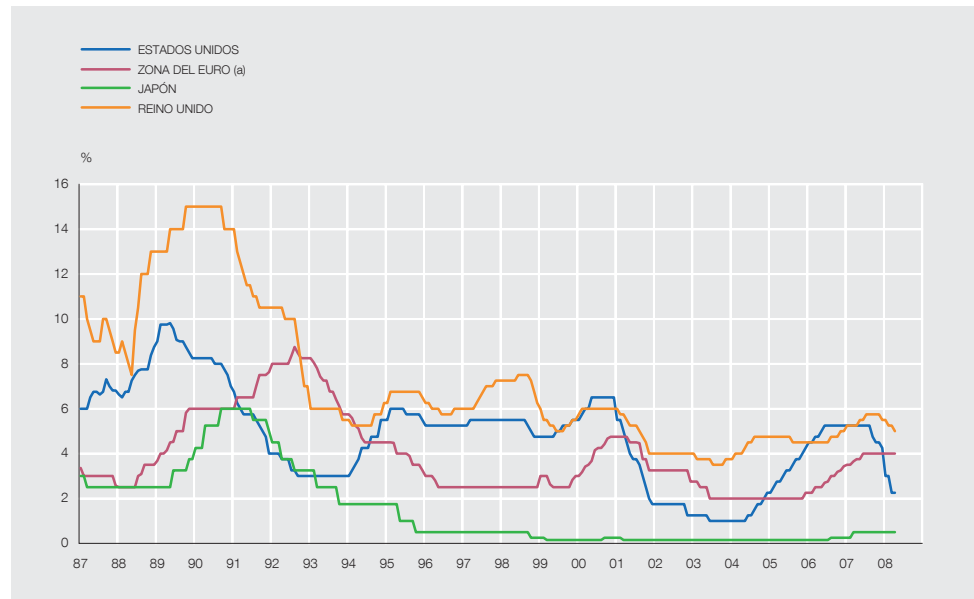
#### **4 Respuesta de las políticas macroeconómicas**

Los riesgos que las turbulencias en los mercados financieros podían suponer para la economía estuvieron siempre en la base de las decisiones de las autoridades económicas de las principales áreas afectadas, fundamentalmente de las encargadas de la política monetaria. Así, tanto la Reserva Federal como el BCE, el Banco de Inglaterra o el Banco de Japón tendieron a suavizar el tono de la política monetaria, normalmente reduciendo los tipos de interés oficiales de intervención, aunque cada uno en función de sus propias circunstancias coyunturales (véase gráfico 6).

En el caso de la Reserva Federal, tras la caída de la bolsa en 1987 redujo el tipo de interés objetivo de los fondos federales en 82 pb en un período de cuatro meses, para volver a partir de marzo de 1988 a la senda de subidas de tipos que venía manteniendo previamente. En 1998, además de inyectar liquidez y organizar el rescate del LTCM, la Reserva Federal redujo el tipo de interés oficial en 75 pb en dos meses y medio, en tres movimientos de 25 pb cada uno. Una vez los mercados se normalizaron y la economía continuó creciendo a ritmos elevados, volvió a subir tipos en junio de 1999. En ambos casos, la respuesta fue rápida, pero moderada. Durante la recesión de principios de esta década, sin embargo, la Reserva Federal se vio obligada a recortar sustancial y rápidamente el tipo de interés oficial, en una cuantía total de 550 pb desde enero de 2001 hasta junio de 2003, cuando quedó fijado en el 1%. Este tipo de relajación de la política monetaria es similar a la actuación que tuvo la Reserva Federal a principios de los años noventa, cuando redujo el tipo de interés oficial en 700 pb. En ambos casos, la economía se encontraba en recesión y estas medidas tenían un alcance mayor que la mera normalización de las condiciones financieras. En Europa y en Japón también se produjeron descensos de los tipos de interés oficiales en los diferentes episodios, en cada caso de diferente cuantía, en función de los niveles de partida y de las circunstancias particulares de cada caso.

En la actualidad, los bancos centrales han reaccionado también a las turbulencias financieras, aunque el foco principal de su actuación se haya centrado, en gran medida, en el intento de normalizar el funcionamiento de los mercados monetarios, realizando inyecciones de liquidez muy cuantiosas, en algunos casos de manera coordinada entre varios bancos centrales —en diciembre de 2007 y en marzo de 2008—, y relajando además los criterios habituales de contrapartida y de garantías en esos préstamos de liquidez<sup>11</sup>. Además de estas operaciones, el tono de la política monetaria también se ha visto modificado, especialmente en aquellos países donde las turbulencias han tenido un impacto más significativo. Concretamente, la Reserva Federal inició en septiembre una serie de rebajas del tipo de interés oficial, que se aceleró en el primer trimestre de este año, en respuesta a los crecientes riesgos a la baja sobre el crecimiento. En total, el tipo de interés oficial se ha reducido en 325 pb, desde el 5,25% inicial hasta el 2%. Este recorte del tipo de interés oficial fue especialmente intenso en enero de 2008, con dos bajadas en un lapso de ocho días, una de ellas de 50 pb y la otra de 75 pb, y fuera del calendario de reuniones previstas. A este proceso de bajadas de tipos de interés se unió unos meses después el Reino Unido, con tres recortes de 25 pb en diciembre de 2007 y en febrero y abril de este año. El BCE y el Banco de Japón, por su parte, aunque no han decidido rebajar sus tipos de interés oficiales, sí han interrumpido el ciclo de subidas de sus tipos de interés oficiales como consecuencia de las turbulencias financieras.

11. El conjunto de medidas de inyección de liquidez adoptado por las distintas autoridades monetarias, junto con el marco operacional de las mismas, está bien descrito en Borio y Nelson (2008).



FUENTE: Datastream.

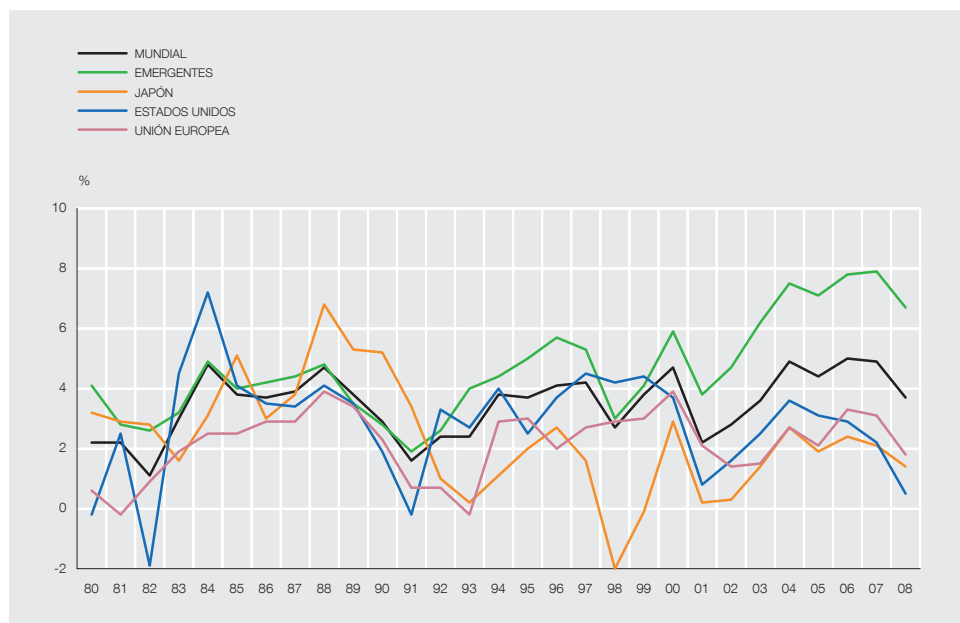
a. Hasta enero de 1999, los datos corresponden a Alemania.

Pero la preocupación por la posible gravedad de la situación, especialmente en Estados Unidos, ha llevado a las autoridades económicas de este país a adoptar otra serie de medidas, fundamentalmente de tipo fiscal, para tratar de paliar las repercusiones de las turbulencias sobre la estabilidad del sistema financiero y sobre la actividad económica<sup>12</sup>. Así, a principios de 2008, el gobierno de los Estados Unidos propuso un paquete de ayudas fiscales que ascienden a 168 mm de dólares (alrededor de un 1% del PIB), dedicadas a bonificaciones fiscales para los individuos y a desgravaciones a las empresas para fomentar la inversión. En parte como consecuencia de ello, se revertirá la reducción del déficit público que se venía produciendo en Estados Unidos, y se prevé que pase del 2,4% del PIB en 2007 a más del 4% del PIB en 2008. En ocasiones pasadas, las medidas fiscales no tuvieron un especial protagonismo, salvo en la recesión del año 2001, cuando se aprobaron importantes paquetes de ayuda fiscal que hicieron que las cuentas públicas pasaran en un lapso de tres años de un superávit del 1,6% del PIB en el año 2000 a un déficit del 4,8% del PIB en 2003.

### 5 Repercusiones económicas de las turbulencias financieras

En cada uno de los episodios de turbulencias financieras, las correcciones en los mercados financieros llegaron a suponer riesgos a la baja sobre la actividad económica de las distintas regiones. Sin embargo, la situación de partida no era en todos los casos la misma, ni el impacto sobre la economía mundial fue el mismo (véase gráfico 7). En 1987 la economía mundial mostraba un ritmo de crecimiento elevado en todas las regiones, especialmente en Japón y en las economías emergentes, que se incrementó en 1988. En Estados Unidos, el PIB mantenía una senda de ligera desaceleración después de crecer al 7,2% en 1984, pero en 1987

<sup>12</sup> Las autoridades de Estados Unidos también han adoptado medidas de tipo regulatorio, para incrementar la protección de los prestatarios, y han promovido iniciativas de renegociación privada de las deudas entre prestamistas y prestatarios, la más conocida de las cuales ha sido la *Hope Now Alliance*, que desarrolló el llamado «Plan Paulson», por el secretario del Tesoro. Esta iniciativa se dirige a los prestatarios con hipotecas *subprime* concedidas en los dos últimos años que se enfrentan a un reajuste de tipos en 2008 y 2009, y que no pueden hacer frente a los pagos tras el reajuste, y se proponen distintas alternativas, o bien la refinanciación de esas hipotecas, o la congelación del tipo hipotecario por cinco años. También se han producido iniciativas privadas en este ámbito, como la organizada por seis bancos estadounidenses, denominada *Lifeline Project*, para dar una moratoria de 30 días a quienes lleven 90 días en situación de impago y renegociar con ellos las condiciones del crédito.



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (WEO).

la economía de Estados Unidos creció un robusto 3,4% y el año siguiente se aceleró al 4,1%. En 1998, tras los acontecimientos de la crisis asiática, las economías emergentes y Japón entraron en un fuerte bache, mientras que las economías europeas y, sobre todo, Estados Unidos mantenían un ritmo de avance mucho más elevado. Estados Unidos creció en 1998 un 4,2% y en el año posterior al episodio del LTCM aceleró su marcha hasta el 4,4%. Por el contrario, el pinchazo de la burbuja tecnológica supuso una brusca desaceleración del crecimiento mundial, que pasó del 4,7% en 2000 al 2,2% en 2001, especialmente severa en el caso de las economías desarrolladas (Estados Unidos entro en recesión en 2001, con un crecimiento del 0,8%, Japón creció un 0,2% en 2001 y el área del euro, con cierto retraso, redujo su crecimiento hasta el 0,9% en 2002 y 2003), aunque también fue significativa en las economías emergentes, donde el crecimiento pasó del 6% en 2000 al 3,8% en 2001.

En el momento actual, tras cuatro años consecutivos de crecimiento elevado, la economía mundial está en una clara fase de moderación, que según la mayoría de las previsiones será especialmente acusada en las principales economías desarrolladas, donde el crecimiento económico será inferior al 2%, con importantes riesgos a la baja en algunos casos, en particular en Estados Unidos, donde la actividad podría contraerse en algunos trimestres de 2008. Por el contrario, el dinamismo que mantienen hasta el momento las economías emergentes, cuya desaceleración sería mucho más moderada, mantendría el crecimiento de la economía mundial en tasas relativamente robustas, ligeramente inferiores al 4%. No obstante, la persistencia de las turbulencias en los mercados financieros implica riesgos a la baja sobre este escenario relativamente favorable para las economías emergentes y para la economía mundial en su conjunto<sup>13</sup>. En caso de que los actuales acontecimientos desembocaran en unas condiciones financieras más duras a escala global, con posibilidad incluso de que se produjese una restricción severa y generalizada del crédito (*credit crunch*), el crecimiento de la economía mundial sí podría resentirse de forma mucho más acusada.

13. Sobre la resistencia del resto de economías a una posible desaceleración en Estados Unidos, véase el capítulo 4 del *Word Economic Outlook* del FMI, de abril de 2007, «Decoupling the train? Spillovers and cycles in the global economy» [FMI (2007a)].

	CORRECCIÓN MÁXIMA EN CADA EPISODIO (a)			
	1987	1998	2000	2007
<b>Duración aproximada</b>	1 mes	4 meses	2-3 años	9 meses (b)
<b>Bolsas desarrolladas</b>				
Estados Unidos	-23%	-20%	-48%	-20%
Japón	-21%	-23%	-53%	-34%
Euro	-32%	-33%	-60%	-24%
<b>Diferenciales corporativos Estados Unidos</b>				
Bono AAA	+93 pb	+90 pb	+155 pb	+150 pb
High yield	+240 pb	+354 pb	+538 pb	+530 pb
<b>Bolsas emergentes</b>				
Asia	-	-66%	-61%	-30%
Latinoamérica	-	-61%	-55%	-24%
Europa del Este	-	-72%	-50%	-21%
<b>Diferenciales soberanos</b>				
Asia	-	+634 pb	+208 pb	+171 pb
Latinoamérica	-	+1225 pb	+724 pb	+191 pb
Europa del Este	-	+2240 pb	+314 pb	+163 pb
<b>Tipo de interés oficial</b>				
Estados Unidos	-82 pb	-75 pb	-550 pb	-325 pb
Japón	0	-35 pb	-10 pb	0
Euro	-50 pb	-83 pb	-275 pb	0
<b>Crecimiento del PIB año siguiente (c)</b>				Prev. FMI
Mundial	4,7	3,7	2,2	3,7
Estados Unidos	4,1	4,4	0,8	0,5
Japón	6,8	-0,1	0,2	1,4
UE	3,9	3,0	2,1	1,8
Emergentes	4,8	4,1	3,8	6,7

FUENTE: Datastream.

a. Variación entre el mínimo y el máximo registrado en cada episodio. Por tanto, las fechas exactas difieren según la variable de la que se trate.

b. Hasta la elaboración de este artículo.

c. FMI (WEO), abril de 2008.

## 6 Conclusiones

El episodio reciente de turbulencias financieras, que se originó en los acontecimientos en el mercado hipotecario *subprime* de Estados Unidos, ha generado una serie de perturbaciones en distintos segmentos del sistema financiero global, extendiéndose rápidamente de unos mercados a otros, afectando al sistema bancario de las principales economías desarrolladas y generando una elevada incertidumbre sobre la cuantía y el reparto de las pérdidas finales, así como sobre el impacto que tendrá sobre la economía mundial. En comparación con lo sucedido en períodos previos de turbulencias financieras, varios aspectos llaman la atención. En primer lugar, el hecho de que las correcciones se hayan producido más intensamente en los mercados desarrollados, en especial en los mercados monetarios y de crédito, lo que hace que este episodio se diferencie de los de 1987 y 1998 y guarde más similitud con episodios

de fuerte desaceleración económica. Otra diferencia importante es la respuesta de las economías emergentes, que, a diferencia de otros períodos de tensiones financieras, se han comportado mucho mejor en esta ocasión, aunque sea necesario mantener un prudente margen de cautela (véase cuadro 1). Finalmente, la respuesta de las autoridades económicas, principalmente en Estados Unidos, ha sido de una intensidad muy superior a la de los episodios de 1987 y 1998, siendo más similar a la que tuvo lugar en la recesión posterior al estallido de la burbuja tecnológica o a la recesión de principios de los años noventa.

En todo caso, el mantenimiento de unas condiciones de financiación difíciles en el ámbito global (o un empeoramiento de las mismas, que produjera restricciones del crédito) podría producir unos resultados más adversos de lo esperado. Un elemento de preocupación en el contexto actual es que puedan verse afectados los dos canales principales de obtención de financiación en el sistema financiero mundial, el canal del crédito bancario y la financiación en los mercados de capitales. En los períodos económicos de recesión, las condiciones crediticias se endurecieron significativamente, lo que contribuyó a que el impacto de las turbulencias financieras fuese más acusado. Por el contrario, en los episodios de turbulencias financieras que tuvieron un mejor desenlace, el funcionamiento del sistema bancario mantuvo su normalidad, lo que ayudó a contrarrestar los ajustes que se produjeron en los mercados de capitales. De cuál sea el desenlace en ambos pilares del sistema financiero dependerá, en última instancia, que el resultado final para la economía mundial sea relativamente benigno, como en 1987 o 1998, o muy perjudicial.

## BIBLIOGRAFÍA

- AHREND, R., B. COURNÈDE y R. PRICE (2008). *Monetary policy, market excesses and financial turmoil*, OECD Economics Department Working Paper n.º 597.
- BERNANKE, B. (2008). «Financial markets, the economic outlook, and monetary policy», discurso pronunciado en el Women in Housing and Finance and Exchequer Club Joint Luncheon, Washington, DC, 10 de enero de 2008.
- BORDO, M. (2007). «The crisis of 2007: the same old story, only the players have changed», mimeo, Federal Reserve Bank of Chicago and International Monetary Fund conference *Globalization and Systemic Risk*, Chicago, 28 de septiembre de 2007.
- BORIO, C. (2007). *Change and constancy in the financial system: implications for financial distress and policy*, BIS Working Paper n.º 237.
- (2008). *The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy considerations*, BIS Working Paper n.º 251.
- BORIO, C., y W. NELSON (2008). «Monetary operations and the financial turmoil», *BIS Quarterly Review*, marzo, pp. 31-46.
- CARLSON, M. (2007). *A brief history of the 1987 stock market crash with a discussion of the Federal Reserve response*, Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series, n.º 2007-13.
- DEGENNARO, R., L. LANG y J. THOMSON (1991). *Troubled savings and loan institutions: voluntary restructuring under insolvency*, Federal Reserve Bank of Cleveland, Working Paper n.º 9112.
- FMI (2006). «The yen carry trade», *Global Financial Stability Report*, septiembre, pp. 17-18.
- (2007a). «Decoupling the train? Spillovers and cycles in the global economy», *World Economic Outlook*, abril, pp. 121-160.
- (2007b). «Macroeconomic implications of recent financial market turmoil: Patterns from previous episodes», *World Economic Outlook*, octubre, pp. 16-19.
- GREENLAW, D., J. HATZIUS, A. KASHYAP y H. SHIN (2008). «Leveraged losses: Lessons from the mortgage market meltdown», mimeo US Monetary Policy Forum Conference Draft, The University of Chicago Graduate School of Business.
- GREENSPAN, A. (1998). «Private-sector refinancing of the large hedge fund, Long-Term Capital Management», testimonio ante el Committee on Banking and Financial Services del Congreso, 1 de octubre de 1998.
- HAUBRICH, J. (2007). *Some lessons on the rescue of Long-Term Capital Management*, Federal Reserve Bank of Cleveland, Policy Discussion Paper n.º 19, abril.
- KLIESEN, K. (2003). «The 2001 recession: How was it different and what developments may have caused it?», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, septiembre/octubre, pp. 23-37.
- MISHKIN, F. (1997). «The causes and propagation of financial instability: Lessons for policy makers' in maintaining financial stability in a global economy», Federal Reserve Bank of Kansas City, *Jackson Hole Symposium Proceedings*, pp. 55-96.
- REINHART, C., y K. ROGOFF (2008). *Is the 2007 U.S. sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison*, NBER Working Paper n.º 13761.
- SCHOLLES, M. (2000). «Crisis and risk management», *The American Economic Review*, vol. 90, n.º 2, mayo, pp. 17-21.
- TAYLOR, J. (2007). «Housing and monetary policy», Federal Reserve Bank of Kansas City, *Jackson Hole Symposium Proceedings*.