

*Antonio García Rebollar\**

## LA CRISIS DESDE LAS BOLSAS

La crisis económica del 2009 ha tenido un claro reflejo en las bolsas mundiales con descensos comparables a los de crisis anteriores. No obstante, la magnitud de los descensos no llegó a tener el alcance de la crisis del 29.

El análisis por sectores, países y ratios cuantitativos denota una crisis concentrada en el sector bancario de Europa y Estados Unidos y, a la vez, demuestra que los mercados bursátiles actuaron con gran normalidad y liquidez dejando claro que cumplieron su función y que los puntos débiles del sistema financiero han estado principalmente en el sistema bancario y en los mercados de renta fija exclusivamente. Las reformas planteadas en la actualidad deberían tener en cuenta los efectos beneficiosos de los mercados de valores y la desintermediación bancaria.

**Palabras clave:** bancos, índices bursátiles, sistema financiero, PER, mercados de valores, mercado de acciones, regulación del sistema financiero.

**Clasificación JEL:** E43, E44, G15.

### 1. La crisis actual en perspectiva histórica

La evolución de las bolsas nos permite tener otra medida de la magnitud de la crisis actual iniciada en el año 2008 y que ha tenido graves consecuencias en los niveles de actividad económica.

Las bolsas cotizan en tiempo real expectativas de evolución de los beneficios empresariales y estos, a su vez, dependen de los cambios de todas las variables reales y financieras que intervienen en la economía. La enorme liquidez de los mercados bursátiles y la existencia de índices diversos permiten tener un punto de vista muy próximo del tamaño de la crisis en relación a episodios de inestabilidad económica en la historia.

No obstante, la existencia de estos índices y la mayor profundidad de los mercados bursátiles es sólo una realidad en los últimos treinta años y no

existen datos completos para todos los países. Las cifras con mayor rigor están en la evolución del índice Dow Jones de los Estados Unidos que algunos autores han logrado construir para más de 100 años.

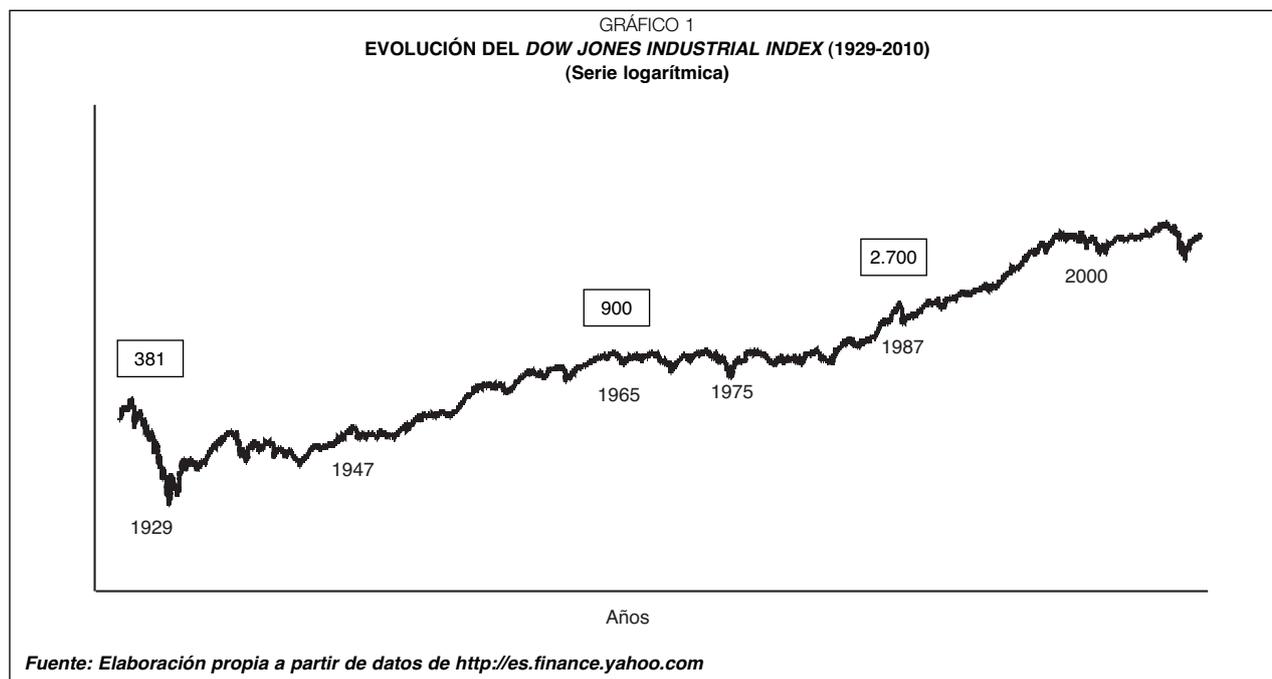
El Gráfico 1 recoge en escala logarítmica el recorrido del índice Dow Jones desde 1928 hasta la actualidad y permite un buen análisis de la gravedad de las diferentes crisis bursátiles en este periodo y del alcance relativo de la crisis actual.

En el Cuadro 1 hemos analizado la magnitud en porcentaje de las crisis bursátiles anteriores ba-▷

CUADRO 1 CRISIS HISTÓRICAS (Porcentaje de descenso desde máximos en el Dow Jones)	
Año	Descenso en porcentajes
1929	-90
1975	-30
1987	-40
2000	-30
2009	-53

*Fuente: Elaboración propia a partir de datos de <http://es.finance.yahoo.com>*

\* Técnico Comercial y Economista del Estado. Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.



sándonos en la serie histórica de la evolución del índice DowJones.

La fuerte caída del producto interior bruto en los países desarrollados en el 2009, muy superior a la de crisis recientes anteriores, ha tenido un reflejo también de similar magnitud en la caída del Dow Jones. Las bolsas también han sufrido más que en las crisis de los setenta y de los ochenta, con una caída superior al 50 por 100, mientras que otras crisis no tuvieron caídas mayores del 40 por 100. No obstante, no hemos llegado a alcanzar la fuerte caída de la crisis de 1929 antesala de la Gran Depresión. En aquellos años, vimos las bolsas desplomarse más del 90 por 100 dejando las carteras de valores reducidas al 10 por 100 de su valor.

En consecuencia, desde la perspectiva de las bolsas estamos afrontando una crisis mayor que las experimentadas en los últimos treinta años, pero sin llegar a la dureza de la fuerte crisis de la década iniciada en 1930.

## 2. Por sectores económicos

La enorme variedad de empresas representadas en las bolsas nos permite analizar también cuáles

han sido los sectores económicos más afectados por la crisis.

En el Cuadro 2 hemos recurrido a los índices elaborados por MSCI (*Morgan Stanley Capital Index*) y Barra para recoger la evolución de los principales índices sectoriales en los últimos tres años. Ahora no medimos las distancias desde máximos a mínimos, sino que contemplamos ya parte de la recuperación bursátil iniciada en el 2009.

Es interesante observar que los sectores económicos han tenido un comportamiento muy desigual durante la crisis. El sector bancario con un 23 por 100 de caída se lleva la mayor parte, incluso teniendo en cuenta la recuperación del 2009 y los enormes programas de rescate que los Tesoros americano y europeo pusieron en marcha para salvar de la quiebra a las grandes entidades bancarias. Las aseguradoras e inmobiliarias también resultaron igualmente afectadas.

Por el contrario, existen sectores que en 2010 han recuperado los niveles anteriores a la crisis o se aproximan a ello. La informática está en positivo con un 6,6 por 100 y el resto de subsectores de las tecnologías de la información no han sido tan afectados. Las materias primas, el sector de la salud y el consumo corriente también están muy pró-▷

CUADRO 2 ÍNDICES SECTORIALES DE BOLSA Rendimiento anualizado en los 3 últimos años	
	Porcentaje
<b>Materias primas</b> .....	<b>-6,6</b>
Minería y metales .....	-5,8
Materiales de construcción .....	-18,7
Papel y madera .....	-17,8
Química .....	-3,8
<b>Consumo corriente</b> .....	<b>-2,0</b>
Alimentación .....	-1,4
Tabaco .....	-2,2
Bebidas .....	1,2
<b>Consumo duradero</b> .....	<b>-9,5</b>
Comercio minorista .....	-5,9
Venta directa (Internet y catálogo) .....	6,0
Medios de comunicación .....	-11,2
Automóviles .....	-11,1
Hostelería .....	-7,1
Prendas de vestir .....	-3,1
Electrodomésticos .....	-17,2
<b>Bienes de equipo</b> .....	<b>-10,3</b>
Maquinaria .....	-6,9
Defensa .....	-5,7
Equipos eléctricos .....	-7,0
Construcción e ingeniería .....	-15,8
<b>Energía</b> .....	<b>-12,7</b>
Agua .....	-13,6
Gas .....	-3,9
Electricidad .....	-12,3
Petróleo .....	-6,9
<b>Tecnologías de la información</b> .....	<b>-3,4</b>
Informática .....	6,6
Telecomunicaciones .....	-12,1
Semiconductores .....	-9,2
Software .....	-1,4
<b>Salud</b> .....	<b>-7,0</b>
Farmacia .....	-7,1
Biotecnología .....	-0,4
<b>Finanzas</b> .....	<b>-22,9</b>
Seguros .....	-20,4
Inmobiliarias .....	-18,5
Bancos .....	-23,0

Fuente: [www.msctbarra.com](http://www.msctbarra.com) (14 de mayo de 2010).

ximos a la salida de la crisis atendiendo a su comportamiento bursátil.

La inversión en bienes de equipo y el consumo duradero tienen un comportamiento intermedio como consecuencia de la restricción del crédito que deriva de la crisis bancaria y de la mayor dificultad de obtener financiación cuando los mercados interbancarios no funcionan con normalidad.

### 3. Por áreas geográficas

La crisis económica se ha concentrado en los países con una mayor bancarización y donde las

grandes entidades presentaron mayores dificultades. Cuando observamos los índices bursátiles en los últimos tres años, tomando parte de la recuperación alcista iniciada en el 2009, comprobamos que Europa, en primer lugar, y Estados Unidos siguen estando muy por debajo de los niveles alcanzados hace tres años.

En el Cuadro 3, hemos recogido los índices por áreas geográficas del *Morgan Stanley Capital Index*.

CUADRO 3 BOLSAS POR ÁREAS GEOGRÁFICAS Evolución índice MSCI entre los meses de mayo 2007 a 2010	
Área geográfica	Porcentajes
Mundo .....	-11,0
Norteamérica .....	-8,2
Europa .....	-16,4
Asia .....	-0,3
África .....	-3,9
Europa Este .....	-12,9
Latinoamérica .....	3,5
Emergentes .....	-1,3
BRIC (Brasil, Rusia, India y China) .....	0,9

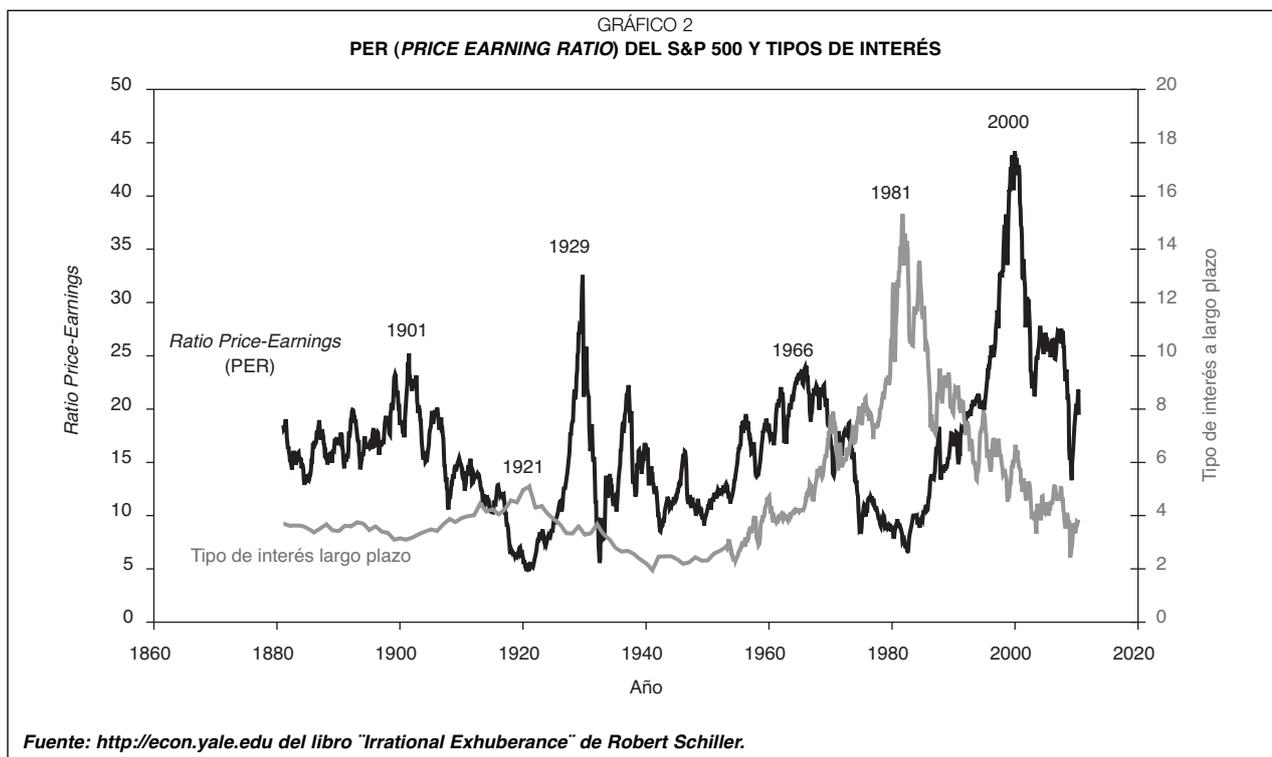
Fuente: [www.msctbarra.com](http://www.msctbarra.com)

Por el lado positivo, Asia, Latinoamérica y los BRIC (Brasil, Rusia, India y China) parecen haber ya superado las turbulencias y se encuentran en una situación próxima a los máximos bursátiles de 2007. En general, los mercados emergentes no han sufrido las consecuencias directas de una banca dañada por la exposición a activos inmobiliarios de alto riesgo ni habían experimentado la utilización de los derivados de crédito como productos de alta sofisticación que afectaron sobre todo a los sistemas bancarios más modernos.

### 4. Por ratios cuantitativos (PER)

Además de la evolución de los índices, otra perspectiva histórica interesante desde del lado de las bolsas, lo aporta el PER (*Price earnings ratio*) que compara la cotización bursátil con los beneficios de cada empresa.

A lo largo de la historia, este ratio suele estar por encima de las 15 veces y cuando se encuentra por debajo de las 10 veces y los tipos de interés son bajos, las oportunidades de comprar valores bursátiles han resultado de gran interés. ▷



En el Gráfico 2 comparamos la evolución histórica del ratio PER con los tipos de interés a largo plazo. La inversa del PER determina la rentabilidad de la inversión en bolsa y debe mantener cierta relación directa con los tipos de interés a largo plazo.

Tomando esta vez el índice S&P 500 de los Estados Unidos y los datos proporcionados por Robert Schiller en su obra *Irrational Exuberance* hemos elaborado el Cuadro 4 con los niveles de PER máximos y mínimos de los últimos cien años.

En estos momentos del 2010, estamos en niveles de 15 veces, aunque en los mínimos de bolsa del 2009 llegaron a ser inferiores rozando las 10 veces.

Hace escasamente diez años se observó un máximo histórico de 43 veces en la antesala de la crisis de las empresas tecnológicas del año 2000.

En 1920, 1933 y 1981, otras crisis económicas dejaron los PER por debajo de las 10 veces, en niveles similares a los que hemos estado en el peor momento de la crisis actual.

Desde este punto de vista resulta difícil extraer diferencias notables de esta crisis respecto a las anteriores, aunque sigue siendo una característica

**CUADRO 4  
NIVELES DE PER HISTÓRICOS EN EL S&P 500**

Año	PER (número de veces)
1900 .....	20
1920 .....	5
1929 .....	32
1933 .....	7
1937 .....	22
1966 .....	23
1981 .....	6
2000 .....	43
2010 .....	15

*Fuente: <http://econ.yale.edu> del libro *Irrational Exuberance* de Robert Schiller.*

común de todas ellas que el PER descienda por debajo de los niveles medios históricos.

### 5. PER por países

Otro ejercicio interesante es observar estos ratios de PER por países para estudiar posibles consecuencias diferenciadoras de la crisis sobre la valoración de las empresas en bolsas de distintos países.

Hemos tomado los datos actuales, una vez que se han superado los mínimos bursátiles y que las economías parecen empezar a despegar. ▷

CUADRO 5  
PER ACTUAL DE BOLSAS MUNDIALES

País	PER 2010
EEUU (S&P500).....	15,5
Japón (TOPIX).....	17,6
China.....	13,1
Francia.....	15,6
Alemania (DAX-30).....	11,6
Italia.....	12,5
Rusia.....	9,0
España (IBEX-35).....	8,6
India.....	19,5
Portugal.....	11,4
Bulgaria.....	7,8
Chipre.....	7,8
Malta.....	4,8
Venezuela.....	3,6

Fuente: *Diario Financial Times del 27 de mayo de 2010 con datos de ThomsonReuters.*

En el Cuadro 5, podemos ver como existen muy pocos países con un PER por encima de las 15 veces y que todavía muchos de ellos están por debajo de las 10 veces. En este sentido, los mercados aún no descuentan una rápida recuperación de los beneficios de las empresas y anuncian una salida lenta de la crisis actual. Las diferencias entre unos países y otros se explican, en muchos casos, en función del diferente peso de la banca en sus índices bursátiles o diferentes sistemas contables en el cómputo del beneficio empresarial.

## 6. PER y dividendos por empresas

Otra perspectiva interesante de la situación actual de la crisis se obtiene cuando se analiza el ratio PER y la rentabilidad por dividendo de los principales valores bursátiles. En este caso, hemos partido de todos los valores que cotizan dentro de los principales índices bursátiles de las principales bolsas europeas y de EEUU exclusivamente.

Cuando filtramos estos valores con un PER por debajo de 10 veces, se obtiene una lista de 1.368 empresas que cotizan actualmente en esos niveles. La crisis se mantiene aún en todos ellos a pesar de haberse iniciado la recuperación.

Otro indicador importante es la rentabilidad proporcionada por el dividendo que pagan las empresas. Normalmente a lo largo de la historia, esta rentabili-

CUADRO 6  
EMPRESAS CON PER INFERIOR A 8 VECES Y DIVIDENDO SUPERIOR AL 6% ANUAL

Compañía	País	PER		RPD (%)
		2010	2010	2010
Affine.....	Francia	4,27		7,3
Allgeier Holding AG.....	Alemania	3,86		6,0
Alliance Resource Partners.....	EEUU	7,02		8,1
American Capital Agency Corp.....	EEUU	3,19		31,3
Annaly Capital Management Inc.....	EEUU	5,82		17,6
Anworth Mortgage Asset Corp.....	EEUU	6,21		16,0
Apollo Investment Corp.....	EEUU	7,86		10,8
Astea International.....	EEUU	4,18		7,1
Aviva PLC.....	Reino Unido	5,07		8,6
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria.....	España	6,03		7,7
Banco Santander SA.....	España	7,85		6,9
Bp PLC.....	EEUU	6,84		7,6
Capstead Mortgage Corporatio.....	EEUU	5,66		18,1
Chimera Investment Corp.....	EEUU	5,13		18,3
Drax Group PLC.....	Reino Unido	5,36		9,3
Eli Lilly & Co.....	EEUU	7,35		6,1
Enel Spa.....	Italia	7,92		7,5
Entertainment Properties TR.....	EEUU	-		7,0
Euromicon AG.....	Alemania	6,66		7,0
Fonciere Des Murs.....	Francia	8,00		8,8
Getty Realty Corp.....	EEUU	-		9,2
Gimv NV.....	Alemania	-		6,6
Glimcher Realty Trust.....	EEUU	-30,24		6,5
Hatteras Financial Corp.....	EEUU	5,32		19,2
Heritage Oil PLC.....	Reino Unido	-147,30		9,4
Hf Company.....	Francia	7,95		6,0
Hmv Group PLC.....	Reino Unido	4,70		12,6
Hrpt Properties Trust.....	EEUU	-		7,3
Interinvest Offices.....	Alemania	-		9,8
K-Sea Transportation Partners LP.....	EEUU	-4,21		9,0
Kkr Financial Holdings LLC.....	EEUU	3,74		6,4
Lexington Realty Trust.....	EEUU	-18,64		6,5
Mapfre SA.....	España	7,40		7,1
Mfa Financial Inc.....	EEUU	7,36		13,4
Mission West Ppty.....	EEUU	-		8,7
Northstar Realty Finance Corp.....	EEUU	-4,35		12,9
Office2office PLC.....	Reino Unido	5,56		7,6
Renew Holdings PLC.....	Reino Unido	5,58		9,0
Repsol Ypf SA.....	España	7,78		6,5
Rok PLC.....	Reino Unido	3,94		7,6
Soares Da Costa(P).....	Portugal	7,33		6,8
Societe Fonciere Lyonnaise SA.....	Francia	6,86		7,0
Telecom Argentina (B).....	Argentina	6,82		8,5
Telefonica SA.....	España	8,49		9,3
Total Gabon SA.....	Francia	6,48		6,1
Total SA.....	Francia	6,89		6,7
United Online Inc.....	EEUU	6,24		6,0
Vanguard Natural Resources Llc.....	EEUU	6,80		11,9
Vivendi SA.....	Francia	7,94		8,3
Vodafone Group PLC.....	Reino Unido	7,66		6,7
Whiting USA Trust I.....	EEUU	5,98		18,4

Fuente: *Cazastocks en www.r4.com (Renta 4 SVB).*

dad suele estar en torno al 2 por 100. En la actualidad, por el contrario, existen 393 valores con rentabilidades por encima del 5 por 100, una cifra muy alta teniendo en cuenta que los tipos de interés a largo plazo no superan el 4 por 100. De nuevo, las expectativas contenidas en estos ratios no son nada positivas sobre una pronta recuperación de la ▷

economía. Aunque otra lectura de estos datos es que las empresas ofrecen ahora rentabilidades por dividendo superiores a las que ofrecen los bonos de muchos países sin que sus calificaciones de riesgo crediticio se hayan deteriorado.

Para ofrecer una ilustración de las empresas que cotizan con ratios más atractivos, hemos seleccionado los 52 valores que cuentan con un PER por debajo de 8 veces y una rentabilidad por dividendo superior al 6 por 100. La lista completa se recoge en el Cuadro 6.

Se observa una gran variedad de países y sectores económicos, aunque buena parte de ellos procede de los sectores bancario, asegurador e inmobiliario. Todas ellas son empresas de gran tamaño que han sufrido las consecuencias directas de la crisis en su cuenta de resultados, pero que pueden esconder un gran potencial de revalorización a la vista de los ratios en los que cotizan hoy día.

## 7. Algunas reflexiones finales

La primera impresión que ofrece la crisis económica desde la perspectiva de las bolsas es que su magnitud no ha alcanzado la gravedad de los años de la Gran Depresión del 29, probablemente porque su origen y alcance ha estado fundamentalmente concentrado en los sectores bancario e inmobiliario. Por el contrario, no ha afectado con tanta intensidad al resto de sectores de la economía que sólo se han visto envueltas en la crisis como consecuencia de la restricción del crédito bancario.

Pero cuando se comentan las características de la crisis actual, muchas veces se critica al sector financiero en general sin separar a las bolsas o mercados de valores que han funcionado con normalidad y que no han estado en su origen, sino que han sido parte de sus víctimas.

En este sentido, esta crisis debería denominarse «crisis bancaria» o «crisis bancaria e inmobiliaria», pero nunca como «crisis financiera». Dentro del sistema financiero, los mercados de valores (bolsas y renta fija) y otros intermediarios finan-

cieros diferentes de la banca (fondos de inversión) no han estado en el inicio de la crisis y sólo se han visto afectada por ella.

El sector de los seguros tiene una responsabilidad sólo por la parte de los seguros de crédito OTC (*over the counter*) que han sido el origen de los CDS (*credit default swaps*) que permitieron crear nuevos activos de renta fija con un apalancamiento sin límites de las entidades que los emitían y comercializaban.

Pero la mayor parte de la responsabilidad estuvo en el sector bancario que actuó con gran alegría en la concesión de crédito inmobiliario (no tanto a empresas de otros sectores) y en la creación de nuevos instrumentos «fuera de balance» y ajenos a la regulación de las autoridades de supervisión.

Los sectores empresariales no financieros han sufrido las consecuencias indirectas de la crisis por la vía de un menor crédito cuando hubo que rescatar a las entidades bancarias y trabajar en el desapalancamiento de sus balances.

En este contexto, las bolsas no han sido en esta ocasión los protagonistas de la crisis, sino sólo actores secundarios. Además han dado siempre muestras de gran solidez y la liquidez ha estado siempre presente en los mercados. No ha sido así en los mercados no regulados de la renta fija y de los derivados de crédito OTC (CDS, *swaps*, etcétera) donde las cotizaciones se disparan muchas veces por la inexistencia de liquidez exagerando enormemente las fluctuaciones de las variables económicas.

Cuando analizamos los cambios de regulación previstos para evitar crisis similares en el futuro, hay que tener en cuenta que las medidas tendrán que incidir fundamentalmente en la actuación de los bancos y sólo en los mercados no regulados de renta fija y seguros de crédito.

Por el contrario, habría que reforzar el papel de los mercados regulados de bolsas y de renta fija en la intermediación financiera teniendo en cuenta que han alcanzado hoy día un grado de madurez y responsabilidad muy superior al que ha demostrado el sistema bancario. En este sentido, podríamos lograr una mayor desintermediación bancaria en la cana- ▷

lización del ahorro hacia la inversión en un momento donde se ha demostrado que la banca presenta fallos de mercado y de regulación.

Al igual que las bolsas, nuevos agentes financieros como los fondos de inversión o pensiones deberían tenerse en cuenta y potenciar su papel dentro de la desintermediación bancaria de los sistemas económicos. Se trata de nuevo de agentes con una regulación madura y que han tenido un buen comportamiento durante la crisis. No incluimos aquí los fondos de inversión no regulados o *hedge funds* que estuvieron también en el origen y en sus efectos multiplicadores sobre el resto de la economía.

En la nueva regulación del sector bancario y de los mercados no regulados, además de potenciar las bolsas y los fondos de inversión, habría que analizar con detalle el enorme poder de mercado que la banca ejerce sobre todos los agentes y mercados financieros. En muchas ocasiones, se observan com-

portamientos monopolísticos o de abuso de mercado de los bancos que absorben gran parte de las operaciones financieras que se realizan en los mercados de capitales. La aplicación estricta de las reglas de competencia en este ámbito podría resultar muy recomendable para proporcionar un mayor papel a los nuevos agentes no bancarios y continuar en el proceso de desintermediación bancaria.

A menudo, las medidas de reforma del sector financiero están centradas en aspectos marginales del problema como los *bonus* de los empleados de la banca o en la imposición de nuevos impuestos sobre las transacciones financieras o sobre los activos del balance de los bancos. Estas medidas no inciden en el origen del problema que está en el poder de mercado de los bancos en los mercados mayoristas de capitales y en la existencia de actividades no reguladas en las que se sobrepasan las restricciones de liquidez y solvencia que imponen las autoridades de supervisión.



# INFORMACIÓN COMERCIAL ESPAÑOLA

en

## INTERNET



[www.revistasICE.com](http://www.revistasICE.com)