

Mercados financieros internacionales en el 2007: “La hoguera de las vanidades”.

Autor: Mercedes García Ruiz

Introducción

La actividad de los mercados financieros internacionales a comienzos del 2007 se caracterizaba por un clima de baja volatilidad, elevadas ganancias en títulos de renta variable, adecuada liquidez en instrumentos de deuda, y un alto grado de integración que facilitaba la expansión de la inversión a escala mundial.¹ Sin embargo, al irrumpir en el segundo trimestre las primeras señales de inquietud por el alcance de la crisis hipotecaria de Estados Unidos (EEUU), comenzó a gestarse un ambiente de incertidumbre que alteró progresivamente el funcionamiento de los mercados monetarios, crediticios y de valores durante el resto del año.

Definitivamente, la “salud” del sector inmobiliario de la nación norteamericana y sus implicaciones en política monetaria, se erigió en un factor decisivo para la cotización del dólar y la dinámica general del mercado monetario. Igualmente, las declaraciones y disposiciones de la Reserva Federal (FED) y su brazo ejecutor de política monetaria, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC), en relación a tasas de interés, inyección de liquidez y banca hipotecaria, resultaron determinantes para las restantes fracciones del mercado debido al profundo nivel de interconexión entre las plazas financieras europeas y asiáticas con la estadounidense a través de diversos instrumentos y entidades.

De la misma forma, el desempeño macroeconómico de EEUU fue seguido desde mediados del año con una atención superior a la habitual, dada la

¹ Así lo consignan diversos informes de bancos y organismos internacionales. Ver 77 Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales e informe del FMI sobre Estabilidad Financiera Global de abril de 2007.

extensión de la denominada crisis subprime a otros sectores económicos del país y su derivación para la economía mundial.

Pero para comprender cabalmente lo acontecido en materia monetaria y financiera durante el 2007 es preciso conjugar el incierto panorama de la economía norteamericana y los esfuerzos de su Banco Central por “socorrerla”, con el comportamiento exhibido por una serie de factores que tradicionalmente pesan en las expectativas de los agentes financieros, como son los precios del petróleo, materias primas y metales preciosos (oro), la situación del Medio Oriente, las decisiones de China en política monetaria y el estado de los indicadores fundamentales en las grandes economías de Europa y en Japón. Solo así podrían responderse algunas interrogantes que resultan ineludibles:

- ¿Por qué se rompió la conexión entre la estabilidad macro y la financiera?
- ¿Por qué se incrementó tanto la aversión al riesgo de los inversionistas?
- ¿Por qué el espectacular desplome y alza de la cotización de algunas divisas?
- ¿Qué definirá la evolución futura de los tipos de cambio y en general de los mercados financieros?

Crisis en mercados de crédito e inestabilidad bursátil: Del apetito a la aversión al riesgo

La solidez de los mercados bursátiles y el alto grado de solvencia en los segmentos crediticios, acompañados por la creciente presencia de inversionistas institucionales y fondos de cobertura con una alta disposición a asumir riesgos tanto en economías desarrolladas como en mercados emergentes, marcaba la dinámica de los mercados de valores y de préstamos a inicios del año en un contexto económico mundial favorable que brindaba múltiples y buenas oportunidades de inversión.

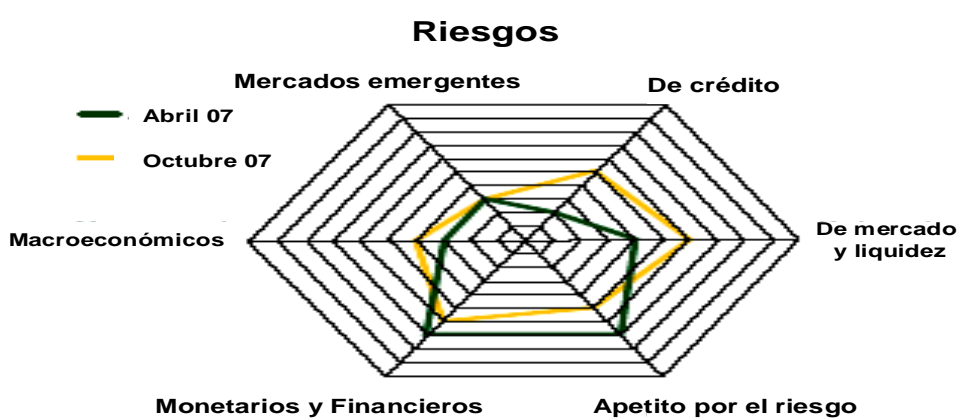
Pero ya a mediados del año la marcha de los acontecimientos en el mercado hipotecario y el aumento de la tasa de morosidad en ese tipo de crédito, no solo en EEUU, generó un fuerte sentimiento de expectación que paulatinamente se convirtió en franca desconfianza al deteriorarse las perspectivas económicas en la nación estadounidense e incrementarse el número de entidades financieras, norteamericanas y extranjeras, involucradas en el problema. A partir de entonces la crisis dejó de ser un problema “local”, se internacionalizó y la aversión al riesgo dominó el mercado.

La propagación o contagio externo de la crisis fue ineludible por el alto grado de integración y automatización, y la poca transparencia de los mercados financieros. Muchas instituciones bancarias que aprovecharon el boom del mercado inmobiliario norteamericano e invirtieron, sin la debida información, sumas millonarias en préstamos de alto riesgo por la promesa de succulentas ganancias, fueron luego arrastradas por la crisis. Adicionalmente, como numerosos contratos hipotecarios habían sido objeto de venta en mercados secundarios, el problema también trascendió a las bolsas extranjeras mediante la titularización de las deudas.²

² Títulos respaldados con garantías inmobiliarias o hipotecas que se comercializaron en distintas plazas al unísono. Contratos hipotecarios que fueron objeto de bursatilización sin mayores restricciones por el alto grado de profundización financiera que existe en la actualidad.

Un informe del FMI ilustró el deterioro de la estabilidad financiera mundial mediante el gráfico que aparece a continuación; en el mismo puede observarse cómo el mayor riesgo se concentró en aquellos parámetros asociados al crédito y a la liquidez del mercado. El primero por la posibilidad de quiebras de bancos e instituciones, la posibilidad de impagos y el deterioro de la calificación crediticia. El segundo por problemas en el retorno de los activos, el alto grado de especulación y la volatilidad del mercado.

Gráfico No.1



Fuente: FMI, Global Financial Stability Report, 2007

El número de entidades expuestas a valores respaldados por activos hipotecarios subprime creció rápidamente y sobre el tema las noticias se hicieron habituales: bancos japoneses anuncian pérdidas por exposición a activos hipotecarios; originadores de hipotecas australianos en problemas; bancos ingleses acuden a la ventanilla de descuento del Banco Central; bancos alemanes y empresas de servicios financieros belgas con dificultades de liquidez; bancos europeos que participaron con fondos en el financiamiento de instituciones hipotecarias norteamericanas ven caer el valor de sus acciones ante el peligro de contagio, y así sucesivamente.³

³ Entre las entidades de EEUU que cayeron en crisis durante el 2007 se sitúan: Citigroup; Countrywide; Bear Stearns; Blackstone; American Home Mortgage; National City Home; First Magnus Financial, Morgan Stanley y Merrill Lynch. De otras naciones: IKB y Deutsche Bank (Alemania); Credit Agricole y BNP Paribas (Francia); Banco Santander (España); Banca March

En esas circunstancias entraron en escena los Bancos Centrales para tratar de amortiguar los efectos de la crisis y evitar su propagación más allá de lo inevitable por la propia dinámica de un mercado cada vez más global. La FED recurrió a la disminución de las tasas de interés, medida que solo había sido tomada ante eventos extremadamente críticos tal como aparece en el siguiente cuadro.⁴

RESPUESTAS DE LA FED ANTE LAS ÚLTIMAS CRISIS

Periodos de inestabilidad	Crisis financieras	Economía real	Respuesta de la Fed
1987	Viernes Negro	Desaceleración	-75 pb
1990	S&L	Recesión	-675 pb
1995	Tequila: México	Desaceleración	-75 pb
1997-1998	Asiática, Rusa, LTCM	Desaceleración	-75 pb
2000	Tecnológica	Recesión	-550 pb
2007	Subprime	¿?	-75 pb (de momento)

Fuente: Área de Estudios de Caja Madrid

Adicionalmente, a fin de estabilizar las tasas de interés interbancarias, las autoridades monetarias de las principales economías del mundo inyectaron liquidez a través de operaciones del mercado abierto en una escala sin precedentes desde el colapso de la compañía financiera Long Term Capital Management y la crisis de la deuda de Rusia en 1998.⁵ También ampliaron el acceso a la ventanilla de descuento y en determinados casos ofrecieron cobertura de garantía al depósito para calmar los ánimos de los depositantes.

La reacción inicial fue favorable, sobre todo mejoró la actividad bursátil que originalmente había sido muy impactada con las millonarias pérdidas sufridas por entidades financieras norteamericanas y la caída de Wall Street. La disminución de los intereses en EEUU (la primera en cuatro años) y el aumento de la liquidez trajo la calma, pero ésta fue efímera pues en los últimos meses

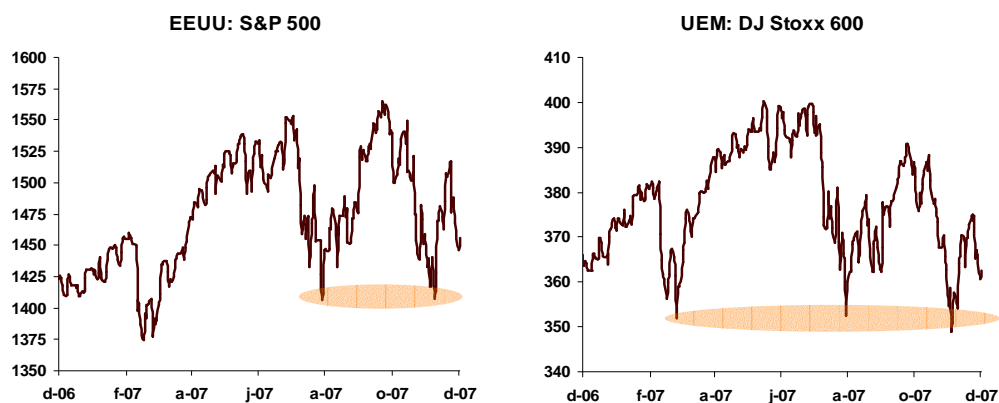
(Nueva Zelanda); Northern Rock , Victoria Mortgages y Barclays (Inglaterra); UBS (Suiza); Rams Home Loans y Macquarie Bank (Australia).

⁴ Durante el año, la FED redujo en cuatro oportunidades la tasa de interés de descuento. En agosto fue la primera reducción y luego en septiembre, noviembre y diciembre.

⁵ En estas acciones participaron la FED, el Banco Central Europeo y los bancos centrales de Japón, Canadá, Suiza y Australia.

del año importantes índices accionarios continuaban reflejando altos niveles de volatilidad en correspondencia con la avance de la crisis; sucesos como la declaración de pérdidas por parte del banco norteamericano de inversión Bear Stearns y luego Merrill Lynch sacudieron nuevamente los mercados finalizando el año.⁶

Grafico No. 2



Fuente: Bloomberg L. P, 2007.

Particularmente golpeadas resultaron las bolsas asiáticas por el impacto que tuvo la crisis en el par dólar/yen. La fuerte apreciación del yen frente al dólar no solo trajo consecuencias negativas para importantes empresas exportadoras de Japón, sino también obligó a muchos fondos de inversión a desprenderse de sus valores denominados en yenes para poder enfrentar las pérdidas sufridas por su exposición a instrumentos de deudas que se desplomaban.⁷

El cierre de posiciones con la venta de acciones hizo que los mercados de Indonesia, Corea, Malasia y Singapur, entre otros, experimentaran fuertes caídas. Llama la atención que son mercados donde previamente se había

⁶ El nuevo Plan de subastas para restaurar la confianza, anunciado por la FED y el tesoro norteamericano y en el que están involucrados otros bancos centrales, fue considerado por muchos operadores del mercado como tardío y para otros insuficiente, por lo que las bolsas en Asia y Europa volvieron a sufrir pérdidas a fines de año.

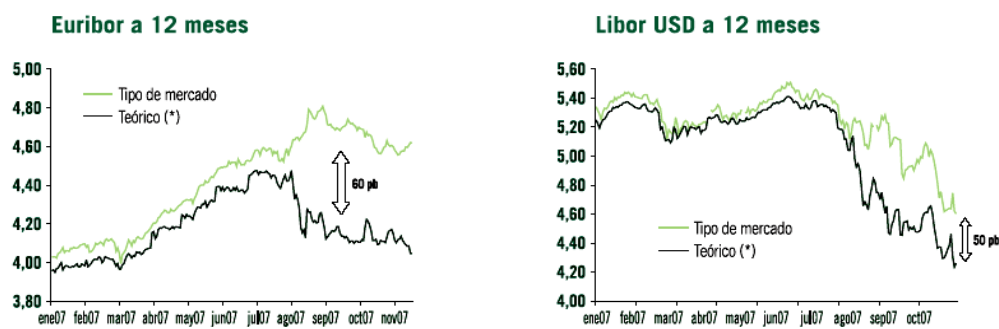
⁷ Con el incremento del valor del yen se anuló la ventaja de las operaciones de arbitraje (carry trade) pues al disminuir el diferencial de intereses una mayor parte de las ganancias obtenidas con la operación tuvo que invertirse en comprar nuevamente yenes para pagar los préstamos contraídos en dicha moneda. Por eso, la venta masiva de acciones en mercados asiáticos.

incrementado la presencia de hedges funds y, en general, de inversionistas institucionales motivados por un gran apetito de riesgo.⁸

Por su parte, el mercado crediticio fue poco perceptivo a las medidas tomadas por los bancos centrales, y a medida que aumentaban los “damnificados” y las noticias sobre la magnitud de las pérdidas se hacían más preocupantes, la tensión del mercado interbancario se intensificaba, se redefinían los riesgos, se agudizaba la volatilidad, mermaba la liquidez, aumentaban los diferenciales de interés y el crédito se contraía. El peligro de inestabilidad financiera a gran escala era mayor por el descalce que presentaban las entidades financieras en relación a activos poco líquidos, a mediano plazo y difíciles de valorar (por la propia incertidumbre) y los instrumentos a corto plazo del mercado monetario con que los habían financiado.⁹

A fines de año el mercado no lograba normalizarse y tanto en EEUU como en la Unión Europea los tipos de interés del interbancario continuaban por encima de lo indicado por el entorno macroeconómico y la propia política monetaria, e incorporaban una importante prima de riesgo como expresión del elevado grado de desconfianza prevaleciente entre los operadores.

Gráfico No.3



(*) El nivel teórico fue calculado sobre la base de las perspectivas de política monetaria en EEUU y la Unión Europea respectivamente.

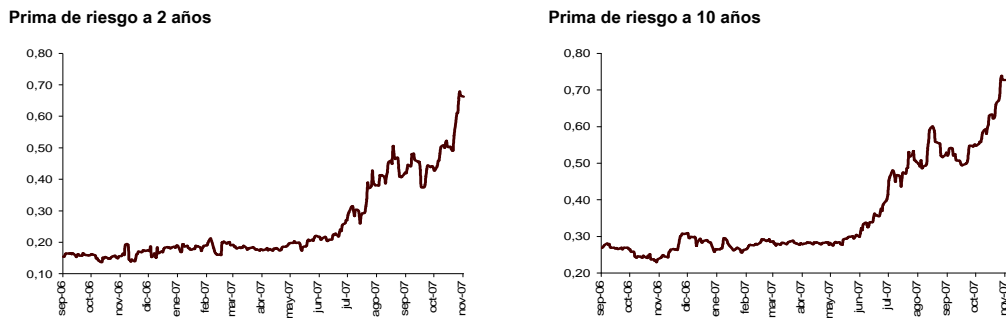
Fuente: Observador económico y financiero, No. 492. Dic. 2007.

⁸ Eran mercados que se caracterizaban por fundamentos macro positivos y buenas calificaciones crediticias.

⁹ La incertidumbre y desconfianza impiden valorar de manera racional el precio de muchos activos y retrasa la normalización de los mercados financieros.

Incluso las cédulas hipotecarias que no constituían activos respaldados por hipotecas subprime, también se vieron afectadas por la crisis y durante el año incorporaron un nivel de riesgo creciente.

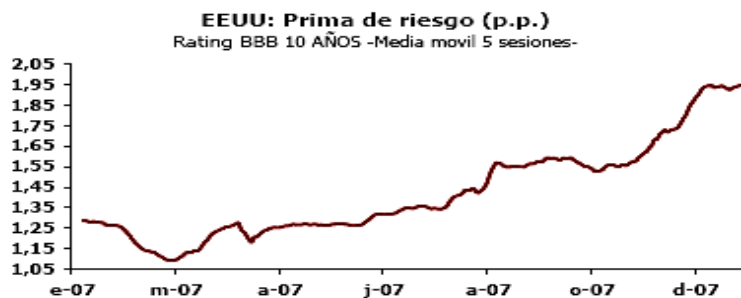
Grafico No.4



Fuente: Observador económico y financiero, No. 492. Dic. 2007

Paralelamente, las secuelas de la crisis comenzaron a sentirse en el sector empresarial debido al resquebrajamiento de la solvencia del mismo dadas las posibles repercusiones que tendrían las pérdidas registradas por entidades financieras en la economía real. Así, un problema inicialmente sectorial como la crisis inmobiliaria, fragmentó los canales de crédito para amplios sectores de la economía, y las limitaciones para acceder a préstamos que experimentaron las empresas conllevaron a un fuerte aumento de las primas de riesgo de los bonos corporativos. El caso de EEUU, puede observarse en el siguiente gráfico.

Gráfico No.5

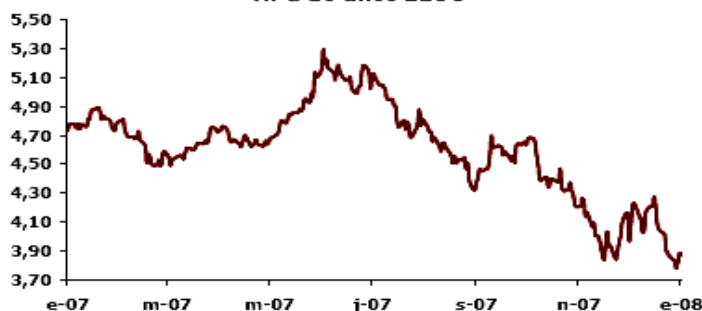


Fuente: Observador económico y financiero, No. 492. Dic. 2007.

Las dudas sobre el futuro de la economía norteamericana y su eventual recesión, la inestabilidad bursátil y el convencimiento de que la crisis de crédito resultaba más grave de lo inicialmente previsto, se tradujo en un agudo deterioro de las expectativas de los inversores. La necesidad de adquirir activos más líquidos y seguros, unida a la seguridad que tradicionalmente brinda la deuda pública, generó el incremento de la demanda de valores públicos que fueron considerados un refugio adecuado en condiciones de mayor riesgo, y fue esa “huida hacia la liquidez” lo que provocó una fuerte reducción del rendimiento de dichos valores en los últimos meses del año como expresión de la mayor aversión por la toma de riesgos.

Gráfico No.6

Tir a 10 años EEUU



Fuente: Caja Madrid, Boletín Semana Económico–Financiero, enero 2008.

El dólar: cuesta abajo...

Por otra parte, los mercados de divisas que se distinguían a principios del 2007 por niveles de volatilidad históricamente bajos y en los que las principales monedas preservaban su tendencia del año anterior sobre la base de diferenciales de interés estables, también fueron trastornados por los acontecimientos del mercado inmobiliario norteamericano. El optimismo que había llevado a los inversionistas a asumir “posiciones largas” en los principales cruces de divisas se eclipsó por el impacto que tuvo en el dólar la crisis y su administración por las autoridades de EE.UU.

En el mes de febrero se había producido la primera advertencia sobre la irreversibilidad de la estabilidad del mercado de divisas por el desplome de las

bolsas en China, pero no fue hasta mediados de año que, con la crisis subprime, se hizo permanente la volatilidad e incertidumbre.

La disminución de las tasas de interés por parte de la FED en el mes de agosto y el anuncio de futuros ajustes atendiendo la gravedad alcanzada por la crisis, provocó una masiva venta de dólares contra fuertes compras de euros que marcaron el inicio de la escalada de depreciación de la divisa norteamericana que ya venía siendo objeto de expectativas negativas debido a otros acontecimientos asociados al Medio Oriente y a China.

Entre estos pueden señalarse: las constantes amenazas a Irán por parte del ejecutivo estadounidense, el peligro de cierre del estrecho de Ormuz por sus afectaciones para el suministro de petróleo a EEUU, el incremento de las tensiones con China producto de las declaraciones de senadores norteamericanos advirtiendo el endurecimiento de la política comercial para las importaciones procedentes de ese país y el anuncio de una reclamación formal ante la Organización Mundial de Comercio por los altos niveles de "piratería intelectual" de China. Factores estos últimos que, al incrementar la probabilidad de represalias por parte de la nación asiática, podrían afectar la gestión de importantes reservas en dólares en manos de la misma.

El segundo recorte de las tasas de interés (disminución en 50 puntos básicos de la tasa de fondos federales) en septiembre, superó las expectativas del mercado e hizo que los inversionistas entraran en pánico y se desprendieran del dólar haciendo que éste cayera nuevamente frente al euro. Este hecho se justificó, además, por los crecientes temores de recesión en EEUU y el alto nivel del precio del petróleo que se acercó cada vez más al nivel psicológico de los 100 dólares el barril. En esas condiciones, el euro superó el valor de 1.40, y otras monedas también se apreciaron en niveles no vistos en mucho tiempo, son los casos del dólar canadiense, el yen japonés y la libra esterlina.¹⁰

¹⁰ Se plantea que el nivel alcanzado por el dólar canadiense no se había visto en 30 años y la libra se apreció frente al dólar como nunca en 25 años. (Ver ACM Suiza)

Es necesario señalar que aunque las favorables perspectivas macroeconómicas de la Unión Europea (UE) apuntalaron al euro durante casi todo el año y que, en contraste, el dólar se vio constantemente presionado por malos datos en la producción manufacturera, empleo, venta de casas, etc, el cruce entre las dos monedas durante los últimos meses fue en gran medida el resultado de los diferenciales registrados y esperados de interés. En reiteradas ocasiones, los operadores del mercado castigaron al dólar mas por las expectativas en relación al sesgo anticíclico de la política monetaria estadounidense que por el desempeño real de la economía de EEUU, produciéndose de ese modo una desconexión entre el tipo de cambio y los fundamentos macroeconómicos.¹¹

Igualmente, en las ligeras apreciaciones que experimentó el dólar frente al euro durante ese período incidieron, conjuntamente con el incremento del consumo en EEUU (día de acción de gracia y ventas navideñas) y el menor potencial de crecimiento de la UE, las proyecciones al alza de las tasas de interés en EEUU para reducir posibles brotes inflacionarios y paralelamente, las expectativas de que el Banco Central Europeo (BCE) no incrementaría las suyas por la necesidad de mayor liquidez en el sector financiero.¹²

La combinación de expectativas (no solo sobre tasas de interés) fue muy compleja y condujo a movimientos erráticos de los tipos de cambio que exacerbaron la incertidumbre en el mercado. Así por ejemplo, el temor de pérdidas en mercados de renta variable por la inestabilidad bursátil derivada de la crisis, llevó a muchos inversionistas a desprenderse de activos e invertir en títulos del tesoro norteamericano, dando así un voto de confianza a la economía de EEUU que condujo también a cambios circunstanciales de la tendencia del dólar durante el tercer trimestre del año.

¹¹ El sesgo expansivo (anticíclico) de la política monetaria norteamericana generó expectativas negativas en los especuladores por la caída de las rentabilidades esperadas de los activos denominados en dólares.

¹² Luego, cuando a fines de año el presidente de la entidad europea declaró que les preocupaba más la inflación que el crecimiento, el euro comenzó nuevamente a apreciarse por la posibilidad de que subieran las tasas de interés en la UE.

Al mismo tiempo, otros factores actuaron en sentido negativo y afianzaron la propensión bajista del dólar. Entre ellos, el alto precio del oro (más de \$ 800 la onza) que por su habitual correlación negativa con el dólar no favoreció a la divisa¹³, y el precio del petróleo que al subir cuando cayó el dólar originó incrementos en los costos energéticos que, a su vez, estimularon el descenso del valor de la divisa dada la dependencia de la economía norteamericana al suministro externo de crudo y el efecto inflacionario que trajo consigo.

En general, el mercado se distinguió por la aversión al riesgo respecto al dólar que sufrió caídas frente a 13 de las 16 divisas activas, y por una volatilidad comparable a una montaña rusa.¹⁴ La depreciación del dólar fue muy desordenada e intensa, al punto que hizo renacer con fuerza la polémica sobre su pertinencia como unidad de cuenta, medida de valor y medio de pago, y no fue mayor por las pérdidas que sufrirían China y Japón como acreedores de EEUU, y el impacto comercial que tendría para la Unión Europea.¹⁵

La cotización de referencia del mercado fue sin dudas la del “billete verde” con la moneda comunitaria europea.



Fuente: Caja Madrid, Boletín Semana Económico–Financiero, enero 2008.

¹³ El oro se benefició por el temor de los inversores, que recurren al metal como refugio seguro ante el debilitamiento del dólar. Su precio alcanzó niveles sin precedentes desde la crisis del Sistema de Bretton Woods a inicios de los setenta.

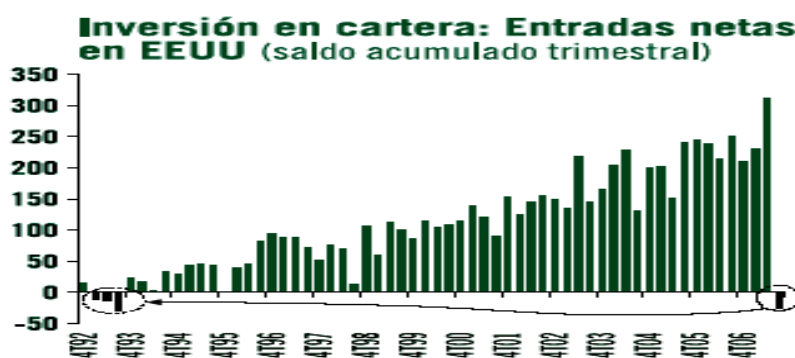
¹⁴ Desde mediados de julio el dólar cayó un 13% frente al yen, un 9% con el franco suizo y un 8% respecto al euro. (ACM Suiza)

¹⁵ China tiene reservas de casi 900 mil millones en títulos y bonos del Tesoro usa.

El debilitamiento del dólar acarreó consecuencias de diversa índole que, a su vez, retroalimentaron la inestabilidad monetaria. Entre los efectos más representativos se ubican:

- Notable apreciación del yen que alteró la dinámica de las operaciones de arbitraje generando turbulencias en mercados bursátiles e importantes pérdidas para operadores en el mercado de divisas.
- Fuertes presiones al alza del precio del petróleo y otras materias primas.
- Abaratamiento de las exportaciones norteamericanas que suscitó expectativas positivas sobre la economía norteamericana por el mejoramiento del saldo en balanza comercial.
- Peligro de mayor déficit comercial en la zona euro por la desaceleración de las exportaciones hacia el mercado norteamericano.
- Mayores tensiones comerciales entre EEUU y China.
- Posibilidad de cambio en las reservas monetarias, a favor del euro, por parte de China y varios países de la OPEP (Emiratos Árabes, Arabia Saudita, Kuwait, Omán, Qatar).¹⁶
- Un menor interés por activos estadounidenses que hizo que, por primera vez en más de 10 años, se produjera una salida neta de capitales en EEUU, reduciéndose la capacidad de financiamiento externo para una nación tan dependiente del mismo.

Gráfico No.8



Fuente: Observador económico y financiero, No. 492. Dic. 2007

¹⁶ Actualmente alrededor del 65% de las reservas monetarias internacionales están nominadas en dólares.

Las condiciones actuales de los mercados crediticios indican que los problemas se prolongaran durante algún tiempo, generando contracción del crédito y mayores afectaciones macroeconómicas. Mientras sea así, la situación del dólar será particularmente incierta.

En ese contexto, la prioridad de la FED será definitoria: crecimiento o inflación (“this is the question”). Si la preocupación por el crecimiento económico y las tensiones en los mercados financieros prevalece sobre el temor de repunte inflacionario pueden esperarse niveles más bajos de tasas de interés que harían menos atractivo al dólar, aunque no puede descartarse la posibilidad de apreciación teniendo en cuenta las perspectivas de reanimación económica que originarían las menores tasas. Todo dependerá, una vez más, de las expectativas y preferencias de los inversionistas, si le dan mayor peso al futuro de los fundamentos macroeconómicos o a la rentabilidad esperada.¹⁷

De todos modos, la probabilidad de recesión en EEUU es elevada no obstante las condiciones monetarias menos restrictivas y la disminución del desequilibrio externo que genera un dólar más barato. La envergadura de la crisis hipotecaria, el endurecimiento del acceso al crédito, el fuerte aumento de los precios del crudo y la debilidad manifiesta en el consumo, alimentan los pronósticos a su favor.

Por su parte, para el par dólar-euro, es necesario evaluar también la posición del Banco Central Europeo y hasta que punto está “atrapado” entre el deterioro de las previsiones de crecimiento de la Unión y las expectativas de inflación por parte de los agentes. En este caso también es válida la pregunta anterior: ¿Crecimiento o inflación?

Otro factor que continuará jugando un papel significativo, al menos para aminorar emergencias, es la disposición de gobiernos y bancos centrales de economías desarrolladas y emergentes de asistir financieramente a entidades

¹⁷ Mas allá de las preferencias, hay que considerar también hasta que punto la autoridad monetaria norteamericana tiene margen para seguir bajando los intereses, es decir si no llegó ya al límite impuesto por la inflación.

en crisis. Se plantea que desde comienzos de la crisis, gobiernos asiáticos y árabes han acudido al rescate de bancos e instituciones financieras norteamericanas y europeas en una magnitud que supera los 20 mil millones de dólares.¹⁸

Concluyendo

La crisis que comenzó en EEUU y que, con rapidez, se expandió a los mercados financieros internacionales, reforzó una de las tendencias más dañinas de las finanzas contemporáneas, la incertidumbre, y con ella volvió irrisorios los intentos de prevención y cobertura ante eventos de esa naturaleza. Colocó a las expectativas en el centro de atención de aquellos que, por interés económico, financiero, político o académico, han seguido la evolución del problema, y especialmente, situó a la política monetaria de EEUU como la posible clave de su solución.

Hasta el momento, su legado ha sido una incontrolable fluctuación cambiaria, aversión al riesgo en los mercados capital, pérdida de valor de las reservas monetarias internacionales, mayor riesgo moral y una merma de la liquidez internacional. Pero, considerando su peligroso avance, son previsibles efectos de mayor envergadura para el crecimiento y estabilidad de la economía mundial.

Bibliografía:

- Advanced Currency Markets (ACM). Servicio informativo, Suiza. 2007.
- Agencias cablegráficas: AFP, Reuters, AP, CNN.
- Banco de Pagos Internacionales, 77 Informe Anual. Basilea, junio 2007.
- FMI, “Perspectivas Económicas. Las Américas”. New York, noviembre 2007
- _____, “Perspectivas de la Economía Mundial”. New York, octubre 2007

¹⁸ Un ejemplo es el de Merrill Lynch que recibió en diciembre una inversión de 5 billones por parte del gobierno de Singapur.

- _____, "Global Financial Stability Report". New York, octubre, 2007.
- The New York Times. 25 septiembre de 2007.
- Truman, Edwin M., (2007): "Financial-Market Turbulence: Greed versus Fear and Does It Matter?". Peterson Institute for International Economics.
- European Securities Network (ESN): "Strategy Flashnote". Londres, enero 2008.
- Caja Madrid: "Boletín semanal económico-financiero". Madrid, varios números.
- _____, "Observador Económico Financiero". Diciembre 2007, Nº 492.