



## **Mercados financieros y terrorismo: la situación tras el atentado terrorista en Madrid**

*Henrik Lumholdt \**

**Tema:** El autor analiza los efectos sobre los mercados financieros del atentado terrorista del 11 de marzo en Madrid.

**Resumen:** Atentados terroristas, como el que acaba de sufrir Madrid el 11 de marzo de este año, son inevitablemente dañinos para la actividad económica. Si se reflejaran en grandes caídas de los mercados financieros o en un aumento significativo de la volatilidad de los mercados, podrían pasar factura a la economía doblemente vía la interacción siempre existente entre mercados y economía real. Este artículo argumenta que mientras que los daños directos a la economía son indiscutibles, los indirectos, vía los mercados financieros, no tienen porque ser de un peso comparable, en parte porque las autoridades económicas tienen medidas de compensación, en parte por la capacidad notable de los mercados financieros modernos de manejar la incertidumbre.

### **Análisis**

#### *El impacto económico*

Una de las víctimas no humanas de los terribles acontecimientos en Madrid el 11 de marzo es la economía internacional. Cualquier evaluación de sus efectos sobre los mercados financieros pasa necesariamente por una evaluación de sus implicaciones económicas y, tristemente, contamos ya con ciertos conocimientos en este campo tras el atentado del 11-S en EEUU. Las amenazas terroristas dañarán previsiblemente el clima industrial y la confianza de los consumidores en general, y desincentivarán las inversiones empresariales. Afectarán de forma concreta y muy negativa a sectores de la economía real, como el transporte y el turismo, e introducirán un elemento adicional de coste de transacción en todas las dimensiones de la actividad económica por la necesidad, aumentada, de medidas de control y seguridad. Al producirse en España, estos efectos afectarán más concretamente a Europa que en el caso del 11-S, pero también acentúan otra vez más el riesgo de nuevos atentados en EEUU y subrayan generalmente la vulnerabilidad de la sociedad civil en Occidente como en otras partes del mundo.

En términos de PIB se podría tratar de un impacto negativo tanto sobre su nivel actual como sobre su crecimiento futuro, éste último como consecuencia del aumento de la incertidumbre. ¿Pero de qué cuantía? Una respuesta es, desgraciadamente, prácticamente imposible de dar sin operar con suposiciones muy discutibles. Para ilustración, el atentado del 11-S en EEUU, objetivamente de un calibre superior que el de Madrid, se produjo en un contexto de una economía ya fuertemente debilitada tras las sustanciales caídas de las inversiones empresariales y de las bolsas estadounidenses durante el año y medio anterior. El contexto económico y financiero en EEUU era ya negativo tras el pinchazo anterior de lo que se califica ahora generalmente como una

---

\* *Profesor Asociado de Macroeconomía del Instituto de Empresa y Estratega Jefe de Inversis Banco.*

burbuja financiera, lo cual puede haber fortalecido notablemente su impacto. Por otro lado, la medición del impacto tendría que suponer que la respuesta por parte de las autoridades, en forma de relajación monetaria y fiscal, no se produjo, una suposición de "todo el resto igual" (*ceteris paribus*) casi imposible de hacer. Aun así, el consenso de los analistas económicos probablemente situaría el impacto sobre la economía estadounidense del 11-S entre el 0,5% y el 1% del PIB, a lo que habría que añadir el efecto reductor al crecimiento posterior. Para comparación, el impacto del 11-M en Madrid sobre la economía española en concreto y la europea en general tendría que ser de menos de la mitad, aunque cualquier valoración de este tipo tendría que suponer una no repetición del incidente en el ámbito europeo, suposición cuanto menos problemática.

#### *Las reacciones iniciales de los mercados financieros*

La suposición de *ceteris paribus* es aun más complicada en la medición del impacto sobre los mercados financieros. En primer lugar, el origen del atentado (ETA o al-Qaeda) lógicamente decidía si el impacto se limitaba a España o tenía implicaciones directas para el resto de Europa. En segundo lugar, se produjo un cambio de gobierno en España en las elecciones del 14 de marzo, factor adicional e interconectado con el otro que tenían que valorar los mercados. Por consiguiente, es discutible si el periodo de medición del impacto sobre los mercados debe ser el periodo inmediatamente después del atentado o debe incluir, por ejemplo, la semana posterior, es decir hasta el 19 de marzo. Pero incluso optando por el periodo más largo, es decir desde el 10 hasta el 19 de marzo (lo cual maximiza el impacto), y suponiendo la ausencia de una tendencia de los mercados, parece justificado decir que el impacto ha sido relativamente moderado.

Dentro del ámbito europeo, la reacción es mayor en la bolsa española (representada por el índice IBEX), con una caída de alrededor del 5%, seguida por la alemana (índice DAX) con un descenso del 4,9%, la francesa (índice CAC) con el 3,9% y la británica (índice FT100) con una bajada del 2,9%. La reacción es menor en las bolsas estadounidenses, al no verse directamente implicado el país y, posiblemente, por la prima de riesgo ya existente en el mercado norteamericano. Dejando aparte posibles caídas posteriores ¿qué explica la relativa moderación de los mercados?

En primer lugar, cabe recordar la reacción de las autoridades económicas tras el atentado de 11-S en EEUU, especialmente de las monetarias. Aparte de dar lugar a un compromiso por parte del Gobierno estadounidense de compensaciones directas para sectores como el transporte y los seguros, además de soporte financiero para la reconstrucción de Nueva York, tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo redujeron, de forma casi inmediata, su tipo de intervención en 50 puntos básicos (3,50% y 3,75% respectivamente) y declararon su disposición a asegurar cualquier cantidad de liquidez que fuese necesaria para el sistema bancario. Es concebible que los mercados han contado de antemano con soporte adicional de los bancos centrales por si fuera necesario para contrarrestar una reacción mayor –motivo precisamente de no producirse tal reacción–.

En segundo lugar, y más allá de los desequilibrios de ahorro e inversión que padece la economía internacional, el trasfondo cíclico actual es objetivamente mejor que hace dos años. El PIB real de EEUU creció un 2,6% en el conjunto de 2003 respecto al año anterior, frente al 0% en 2001, y la previsión consensuada es de un crecimiento de alrededor del 4% para este año. Japón creció un 2,0% el año pasado frente a una caída del 4% del PIB en 2001, tasa que podría superar este año. La Zona Euro constituye la excepción, con un crecimiento de tan sólo el 0,4% en 2003, frente al 2,3% en 2001, pero los datos recientes, y la mayoría de las previsiones, apuntan a una cierta recuperación para 2004. A esto se puede añadir que el conjunto de países en vía de desarrollo se encuentra en la situación de menor desequilibrio macroeconómico que desde hace

bastante tiempo, fruto de políticas económicas más ortodoxas durante los últimos años, y con un momento cíclico bastante positivo.

La tercera razón es la más discutible, y se refiere a la capacidad en general de los mercados de manejar situaciones como la actual.

#### *Los mercados como mecanismo de descuento*

Uno de los papeles fundamentales de los mercados financieros en la economía es actuar como mecanismo de descuento. Este papel es particularmente importante en el caso de la renta variable, cuyo comportamiento está directamente vinculado con las expectativas, en cualquier momento, de las ganancias futuras de las empresas (1). Está claro que cuanto más fiable, barata y fácil de conseguir es la información necesaria para formar estas expectativas, mejor cumplen este papel. La distinción que hace el economista Frank Knight entre "riesgo", como aleatoriedad con probabilidades conocidas, e "incertidumbre", como aleatoriedad sin probabilidades conocidas, es particularmente relevante en este contexto (2).

Desde esta óptica, se podría argumentar que mientras que los mercados, como se puede observar, superan las dificultades de estimar el riesgo financiero "normal" (3) con relativa facilidad, la existencia de una *incertidumbre* seriamente aumentada podría impedir de forma definitiva su capacidad de funcionar. Siguiendo con los conceptos de Knight, acontecimientos como los atentados terroristas corresponden a una aleatoriedad donde no solamente son desconocidas las probabilidades de cada acontecimiento sino donde no es posible, *ex ante*, definir el universo de acontecimientos. Pero tal conclusión sería probablemente excesivamente pesimista.

En contra de esto, está la evidencia de, por ejemplo, el mercado de seguros, donde no es siempre posible definir los posibles acontecimientos con precisión. Aunque un alto grado de incertidumbre ciertamente puede implicar un precio de seguridad excesivo en estos mercados, son casi siempre capaces de formar un precio, capacidad que seguramente ha crecido con la gradual sofisticación de los mercados y con su grado de profundidad.

Atentados terroristas repetidos podrían seguramente introducir un elemento de estrés en los mercados financieros e implicar una prima de riesgo grande y constante. Pero el proceso de aprendizaje de los mercados también los va preparando cada vez mejor para manejar este tipo de riesgo en su formación de precios. Por esto, hay ciertas esperanzas de que las reacciones traumáticas de los mercados financieros se vayan moderando en vez de traducirse en una volatilidad al alza o en una incapacidad para funcionar, en beneficio de la estabilidad macroeconómica en general.

**Conclusiones:** El atentado del 11 de marzo en Madrid expone una vez más la vulnerabilidad de las economías occidentales a la violencia terrorista. Aunque sus consecuencias son, como siempre, difíciles de cuantificar, las experiencias del atentado del 11-S en EEUU sirven de referencia. Pero es importante también recordar las posibilidades que existen para contrarrestar estos efectos sobre las economías a través de políticas económicas, especialmente la monetaria. Este hecho, combinado con su creciente grado de sofisticación y profundidad, significa que los mercados financieros no tienen porque convertirse en una complicación adicional de gran importancia para la estabilidad económica.

*Henrik Lumholdt*

*Profesor Asociado de Macroeconomía del Instituto de Empresa y Estratega Jefe de Inversis Banco.*

**Notas:**

(1) Tanto en la teoría como en la práctica, el precio de una acción corresponde al valor presente de las ganancias futuras de la empresa, llevadas al presente (“descontadas”) con un tipo de interés que refleja el riesgo de la empresa. Como las ganancias futuras tarde o temprano se convierten en un flujo de dividendos para los accionistas, esto corresponde a descontar y sumar los dividendos, en principio perpetuos, de la empresa o estimar un dividendo para un periodo futuro, por ejemplo el año que viene, combinado con una estimación sobre el crecimiento de este dividendo en años posteriores.

(2) *Risk, Uncertainty and Profit* (1921).

(3) Es decir, las fluctuaciones de las ganancias empresariales que se originan, por ejemplo, de las fluctuaciones de la demanda, el grado de competencia en cada industria, el nivel de los tipos de interés y las condiciones crediticias o el grado de endeudamiento de las empresas, etc. –en suma, factores de riesgo distintos de los choques imprevisibles como los atentados terroristas, las guerras o las catástrofes naturales–.