



Universidad de Valladolid

**Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales**

Trabajo de Fin de Grado

Grado en Finanzas, Banca y Seguros

Burbujas Financieras Modernas

Presentado por:

Silvia García Martínez

Tutelado por:

Germán Ortega González

Valladolid, 07 de Marzo de 2019

RESUMEN

Este trabajo fin de grado estudia la historia de las burbujas financieras. En un primer lugar definiré que es este fenómeno, por qué se da y las fases por las cuales pasa. Posteriormente desarrollaré el tema hablando de las principales burbujas que se han producido en la historia económica, profundizando en las más actuales y viendo cuales son los atributos que se dan en la formación de este fenómeno económico. Por ultimo hablaré de cómo invertir racionalmente, que instituciones intentan evitar el riesgo sistémico y qué nos depara el futuro junto con unas conclusiones que engloban el recorrido de este trabajo.

PALABRAS CLAVE

Burbuja financiera, valor fundamental, Bitcoin, crisis económica.

CÓDIGOS JEL: E2, D8, G1

ABSTRACT

In this final project studies the history of financial bubbles. In a first place I will define what is this phenomenon, why it is given and the phases through which it passes. Later I will develop the topic talking about the main bubbles that have occurred in economic history, deling into the most current and seeing what are the attributes that occur in the formation of this economic phenomenon. Finally, I will talk about how to invest rationally, which institutions try to avoid systemic risk and what the future holds, together with conclusions that encompass the course of this work.

KEY WORDS

Financial bubble, fundamental value, Bitcoin, economic crisis.

JEL CLASSIFICATION: E2, D8, G1

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
1. BURBUJAS FINANCIERAS	1
1.1. ¿Qué es una burbuja?.....	1
1.2. ¿Cómo nacen las burbujas?.....	2
1.3. Fases de una burbuja.....	4
1.4. Burbujas a lo largo del tiempo	7
1.4.1. Primeras burbujas.....	8
1.4.2. Burbujas modernas.....	10
2. ATRIBUTOS QUE POSEE TODA BURBUJA	21
3. ANALIZANDO LA BURBUJA.....	25
4. CONSEJOS DE INVERSIÓN	27
5. PROTECCIÓN INTITUCIONAL.....	28
6. ESCENARIO FUTURO	30
7. CONCLUSIÓN.....	34
8. BIBLIOGRAFIA.....	36
9. ANEXO.....	41

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfica 1: 1.3 Fases de una burbuja financiera	4
Gráfica 2: 1.4.1 Variación de precios durante las mayores burbujas	10
Gráfica 3: 1.4.2.1 Evolución de Terra, Telepizza y Home Shopping Network ..	12
Gráfica 4: 1.4.2.2 Número de establecimientos Telepizza	13
Gráfica 5: 1.4.2.3 Variación de los precios de la vivienda en el mundo	14
Gráfica 6: 1.4.2.4 Ciclo inmobiliario 1995 / 2007	15
Gráfica 7: 1.4.2.5 Precio de la vivienda según salario.....	16
Gráfica 8: 1.4.2.6 Precios vivienda USA y morosidad (2000= base100).....	17
Gráfica 9: 1.4.2.2 Precio del Bitcoin en \$ (enero 2016-diciembre 2018)	20
Gráfica 10: 6.1 La vivienda en España.....	32
Gráfica 11: 6.2 Deuda Global	33
Gráfica 12: 9.1 Ecobarómetro regional y sectorial, cuarto trimestre 2018	41

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: 1.2 Principales métodos de valoración	3
Tabla 2: 1.4 Relevancia de las burbujas y época de apogeo	7
Tabla 3: 1.4.2.1 Diferencias entre Bitcoin y dinero fiduciario.....	18
Tabla 4: 2 Indicadores de cada burbuja	25
Tabla 5: 5 Instrumentos macroprudenciales.....	29
Tabla 6: 9.1 Proyección de la economía española cuarto trimestre 2018, 2019, 2020 y 2021.....	42

INTRODUCCIÓN

Este tema que voy a exponer me suscita gran interés, como una historia condenada a repetirse cíclicamente, las burbujas son acontecimientos económicos que se desbordan como un río con demasiado caudal por la propia psique humana. Ambición, confianza, soberbia... los inversores, en especial los noveles, están dotados de cierta ceguera financiera que acrecienta el fenómeno y lo lleva hasta límites insostenibles. Por ello en este trabajo veremos qué son, cómo se crean, cuáles ha habido, qué atributos comparten y realizaremos un recorrido histórico por todas las burbujas, en especial las más importantes ya que no todas han tenido un gran impacto. Las primeras debido a no existir globalización creaban entornos económicos desfavorables solo en el propio país, algunas como las de las compañías se copiaban entre países vecinos por lo que su estallido afectaba a áreas más amplias y otras como la conocida burbuja inmobiliaria llegó a infectar el sector financiero a un nivel global. Dado que el mundo está cada vez más abierto y estos fenómenos dejaron de ser locales, este trabajo busca ser un ejercicio de conocimiento en el cual reflexionar sobre cómo identificar posibles burbujas, visualizar que factores hay que tener en cuenta para evitar ser atrapados en plena tormenta y desde un punto de vista institucional que mecanismos hay vigentes para minimizar estos acontecimientos.

Por ello la realización de este trabajo busca ser útil en la comprensión de este fenómeno más aún si se es inversor, pero más allá de todo dato, la herramienta más eficaz contra una burbuja es una inversión racional, evitando que nuestros anhelos y expectativas dominen nuestro juicio a la hora de comprar activos.

1. BURBUJAS FINANCIERAS

1.1. ¿Qué es una burbuja?

El término burbuja es un elemento ineludible en el discurso económico moderno. Las burbujas se asocian a fuertes aumentos en los precios de los activos que acaban en un colapso, es un fenómeno que se da en las

economías provocado por la especulación que crea una fuerte subida anormal en el precio de un activo, viéndose cada vez más alejado de su valor intrínseco.

Nos es fácil identificar y analizar burbujas ya acaecidas, el verdadero reto es prever cuando se está formando una burbuja, si estamos en una y, en tal caso, donde estará el pico antes de la caída.

1.2. ¿Cómo nacen las burbujas?

Se crean cuando el precio excede su *asset's fundamental value*, es decir el ¹valor intrínseco de dicho activo.

Esto sucede cuando los inversores compran un activo planificando revenderlo a otro inversor a un precio mayor (especulación). El inversor cree que puede revender este activo a un precio más alto, por tanto lo mantiene, a pesar de que el precio exceda su valor fundamental. Esto provoca una espiral de subida desenfrenada, continuada y sin base hasta que estalla dicho fenómeno (crack) en un periodo de tiempo relativamente corto. En este punto los inversores venden masivamente el activo ante una demanda mucho menor, paralizada por la perspectiva a nuevas bajadas, provocando una caída brusca del precio hasta valores realmente bajos, incluso por debajo del inicio de la burbuja.

Hablemos pues de que es la valoración y el precio. El precio es lo que acabamos pagando en un intercambio de bienes o servicios, el importe por el cual comprador y vendedor realizan su transacción. Es por tanto un hecho objetivo en cambio el valor de un activo es diferente a ojos de cada comprador ya sea por sus distintas estrategias, visión de futuro del sector, del activo... es por tanto una visión subjetiva, mucho más difícil de cuantificar, depende de muchas variables. No solo viene por las características del activo sino del

¹ Es la cotización que refleja la creación actual de flujos junto con las expectativas de crecimiento, es decir, el valor actual de todos los futuros dividendos.

beneficio que el propio sujeto obtiene y que difiere totalmente de cualquier otra persona.

Pongamos que por ejemplo quiero comprar unas cerillas para diferentes usos en el ámbito doméstico. Es un producto con un valor bajo en el día a día para mí pero ¿Y si mis circunstancias cambiaran?. ¿Qué valor tendrían para mí esas mismas cerillas si estuviera en una casa rural una fría noche de invierno y me fueran imprescindibles para crear lumbre? El precio de las cerillas es el mismo pero el valor que le doy es muy diferente.

El problema de la burbuja es la sobrevaloración excesiva, el sobrepasar en extremo su valor intrínseco, lo que realmente vale el activo, pero... ¿cuánto vale realmente?. En el mercado es normal ver activos sobrevalorados e infravalorados sin que esto conlleve a una burbuja, el valor real no se conoce, se basan en estimaciones que obtenemos con los diferentes métodos de valoración para las empresas.

Tabla 1: 1.2 Principales métodos de valoración

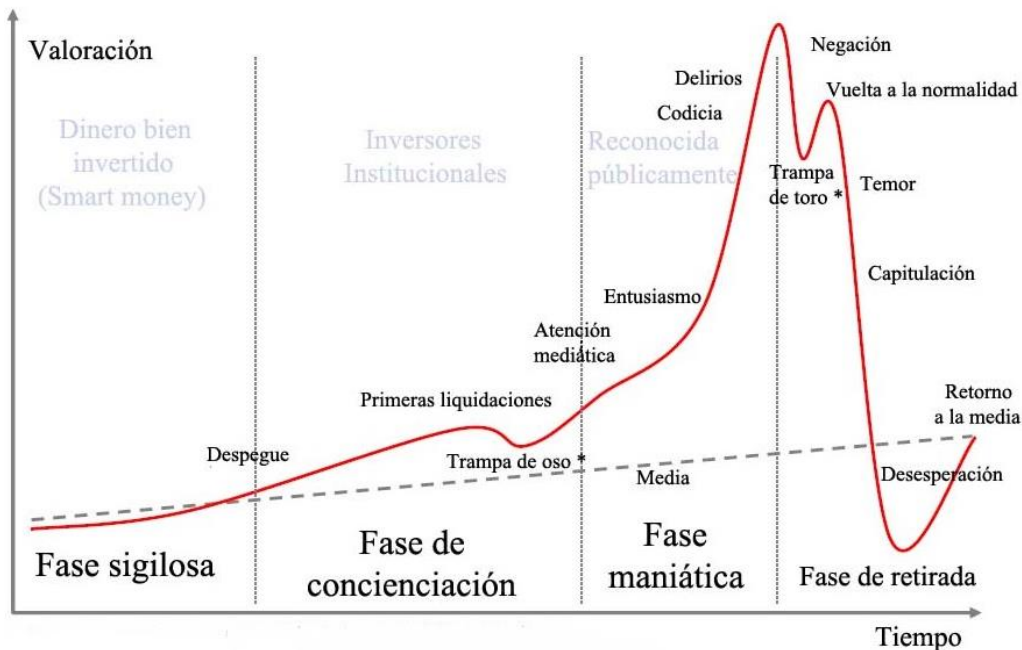
PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACIÓN DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	Múltiplos de:	Clásico	Flujo para la deuda	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos	Flujo para acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	contables europeos	Dividendos	Cash value added	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	EBITDA	Renta abreviada	APV	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real	Otros múltiplos	Otros	Free cash flow		Usos alternativos

Fuente: Pablo Fernández 2017

Los métodos basados en el balance y cuentas de resultados se basan en datos históricos y no arrojan datos sobre el futuro de la empresa, por ello “el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos futuros esperados, ya que el valor de las acciones de una empresa proviene de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones” (Fernández, Pablo, 2017, pp 15)

1.3. Fases de una burbuja

Gráfica 1: 1.3 Fases de una burbuja financiera



Fuente: Dr. Jean-Paul Rodrigue

Sigilo: Solo los que tienen profundos conocimientos del mercado se percatan de esta oportunidad. El conocido como ²smart money se invierte de forma cautelosa y silenciosa. Estos inversores poseen de una mejor información y observan la evolución positiva del activo que permanece invisible a otros inversores y a la población. El inversor es consciente que su sospecha de oportunidad está bien fundamentada y que en un futuro le creará reportes positivos.

Conciencia: Mas inversores notan este brote de oportunidad, entrando en su compra y aumentando así su precio mediante la demanda. La posición de los primeros inversores se refuerza y en esta fase entran en gran medida los Big Boy Market Science, es decir bancos, sociedades, fondos de inversión,

² Inversión que realiza el agente bien informado y experto, aunque no tienen garantías se desmarcan del resto en su apuesta temprana.

instituciones...El inversor medio ve esta tendencia al alza pero no se anima a participar, se mantiene cauto por si se producen correcciones en el mercado. Con el tiempo éste ve que quizás está perdiendo una buena oportunidad, entrando al mercado al mismo tiempo que los Big Boy Market Science venden parte para obtener ganancias ante estas nuevas incorporaciones. Esto provoca una ligera caída, el inversor medio tiene una visión pesimista del activo y se crea la Bear Trap, una corrección a la baja dejando fuera a los inversores más débiles.

Manía: Los precios suben sin parar y la población es consciente de ello (los medios de información alimentan esta fase). A menudo inversores inexpertos ven este evento como un tren que no pueden dejar pasar, endeudándose en post de la codicia y en contra de cualquier lógica. Ante esta entrada masiva de dinero el precio se dispara. Los primeros inversores que pusieron su *smart money* y los Big Boy Market Science son conscientes de este impulso fuera de toda lógica y se retiran gradualmente del mercado. A menudo la oferta es inelástica lo que hace que los precios se disparen aún más, agravando esta fase maniática.

Hundimiento: A estas alturas la confianza y expectativas sobre la evolución del activo han cambiado aunque algunos inversores entran en una fase de negación ante el evidente precipicio, tomando dicho cambio como una mera ³corrección. En el inicio del descenso entran algunos nuevos compradores, creando una falsa ilusión de retorno a valores normales. Este fenómeno es conocido como "*bull trap*", una falsa señal que indica que la tendencia bajista del activo se va a recuperar cuando va a continuar bajando, atrapando a inversores que esperaban que el activo subiera. En este momento se produce una venta masiva contrapuesta a una escasa demanda, los precios se desploman y el inversor busca deshacerse de su activo a toda costa.

³ Son caídas próximas al 10% que tiende a recuperarse en los siguientes 8-12 meses. No confundir con un mercado bajista, la bajada de este último es mayor y no se recupera pasado ese tiempo.

Cuando el precio del activo alcanza unos valores ridículamente bajos vuelven a incorporarse inversores subiendo a valores coherentes.

Las burbujas son muy dañinas, especialmente para los que llegaron tarde o los que se apalancaron en exceso por unas expectativas que no se cumplieron. Históricamente podemos ver las consecuencias económicas que provocan, después de su estallido viene una época de recesión .

Las burbujas se nutren del sistema financiero, si estamos ante un periodo de expansión económica se abrirá la vía a una posible burbuja bursátil y esta a su vez dará aun mayor fuerza a este periodo expansivo. Así pues, si estamos en un periodo de bonanza económica, con un panorama menos incierto, donde las entidades relajen sus requisitos crediticios, la política monetaria sea expansiva y la oferta de crédito se dispare, se aumentará la capacidad de apalancamiento de familias, empresas y sector financiero en general.

Las burbujas no dejan de ser una oportunidad de expansión en el negocio del crédito. Las entidades financieras aumentan sus beneficios drásticamente dado que el número de operaciones de préstamo se eleva, permitiendo un mayor endeudamiento y crecimiento de la burbuja. Como hemos visto en las fases de la burbuja las entidades financieras también se incorporan al mercado para especular, pero ¿qué pasa si el riesgo y apalancamiento asumido es demasiado alto?, ¿qué pasa si no solo promueven el periodo de euforia y se ven atrapados en pleno estallido? . Su solvencia estaría en riesgo, y no solo eso, sino también el propio sistema financiero ante un colapso total siendo este fenómeno conocido como riesgo sistémico. Esto nos suena a todos ya que recientemente hemos vivido una gran burbuja, la inmobiliaria. Rescate, recesión, subprime....son palabras que nos han acompañado durante años en las noticias. A continuación vamos a ver algunas de las primeras burbujas y nos centraremos en las ultimas acaecidas.

1.4 Burbujas a lo largo del tiempo

Tabla 2: 1.4 Relevancia de las burbujas y época de apogeo

BURBUJA	Año	Tamaño del mercado	¿Trajo un Periodo de Contracción?
	Del Pico	Como % del PIB	
Tulipomania	1637	?	Si
Burbuja del Misisipi	1720	?	Si
Compañía de los mares del sur	1720	?	Si
Valores de tierras en Chicago	1836	0,40%	Si
Ferrocarril UK	1845	14%	Si
Boom tierras de Florida	1925	muy pequeño	No
Crash de stock Wall Street	1929	86%	Si
Oro	1980	9%	Si
Jueves de plata	1980	5%	Si
Stocks energéticos	1980	12%	Si
Kuwait mercado de stock	1982	450%	Si
Burbuja económica japonesa	1989	129%	Si
NASDAQ 100 y burbuja.com	2000	55%	Si
Burbuja inmobiliaria	2006	300%	Si
Acciones de China	2007	79%	Si
Índice Shangai	2008	?	Si
Precios del petróleo	2008	6%	Si
NASDAQ Índice de biotecnología	2015	?	Si
China: acciones A (restringidas)	2015	68%	No
Bitcoin	2017	0,02%	No
Criptomonedas	2017	1%	No
Dow Jones comercio por internet	creciendo	?	?

Fuente: Elaboración propia basada en Bank Of America y Asset Class Trading

Vamos a hacer un rápido viaje por las principales burbujas históricas, las más relevantes como introducción y nos centraremos en las últimas burbujas a partir del 2000 así como las que se están empezando a gestar. Como vemos en la tabla la gran mayoría de burbujas traen consigo un periodo de contracción económica salvo cuando la burbuja es pequeña. Cuando es grande en torno al PIB de una nación, entonces esperamos siempre consecuencias económicas nefastas en cuanto pinche.

1.4.1. Primeras burbujas

Tanto la burbuja de los tulipanes como la de los mares del sur y la del Misisipi tienen un origen común, la especulación que este tipo de compañías traía en épocas de esplendor, donde las raras y exóticas mercancías de lejanos mundos se asociaban al poder y riqueza por parte de la burguesía y por ende se usaban para elevar su estatus social.

Burbuja de los tulipanes: En 1637, Holanda, se produjo lo que sería la primera burbuja financiera conocida. Los tulipanes se introdujeron en Europa en el siglo XVI procedente del antiguo imperio otomano (Turquía) y eran apreciados por sus colores y la rareza de la planta en sí. Se codiciaban más aquellos con patrones y colores más raros e inusuales, es aquí donde entra en juego el pulgón que mediante un virus hacía que las variedades de tulipanes en Holanda fueran más exóticas, irrepetibles, únicas, lo que aumentaban su precio y demanda. Este virus hacía que los bulbos de los tulipanes cambiaran de ser monocromáticos a todo tipo de colores pero la gente que los cultivaba entonces no sabían él por que, por eso cuando salía un tulipán realmente especial los bautizaban con nombres de personajes ilustres. Tal era la fascinación por esta planta que los pintores las preferían como referencia en sus cuadros, las damas como elemento decorativo en sus trajes y en las casas como símbolo de ostentación. Por 1623 el precio de los bulbos rondaba ya los 1000 florines cuando un salario medio rondaban los 150 florines anuales. Los precios siguieron subiendo año tras año y las familias llegaban a hipotecar sus bienes inmuebles por un solo bulbo por pura especulación. En pleno auge de la tulipomania los bulbos podían alcanzar los 6000 florines y se llegaban a vender las futuras recogidas. En plena especulación los bulbos cambiaban de manos varias veces al día hasta que en febrero de 1637 un comerciante quiso vender medio kilo de bulbos a muy buen precio, nadie aceptó y desde ese momento cundió el pánico con lo que el precio cayó en picado. También hay que tener en cuenta que por culpa de la peste bubónica de 1636 la población holandesa se había diezmado con lo que el precio a falta de mano de obra se había incrementado.

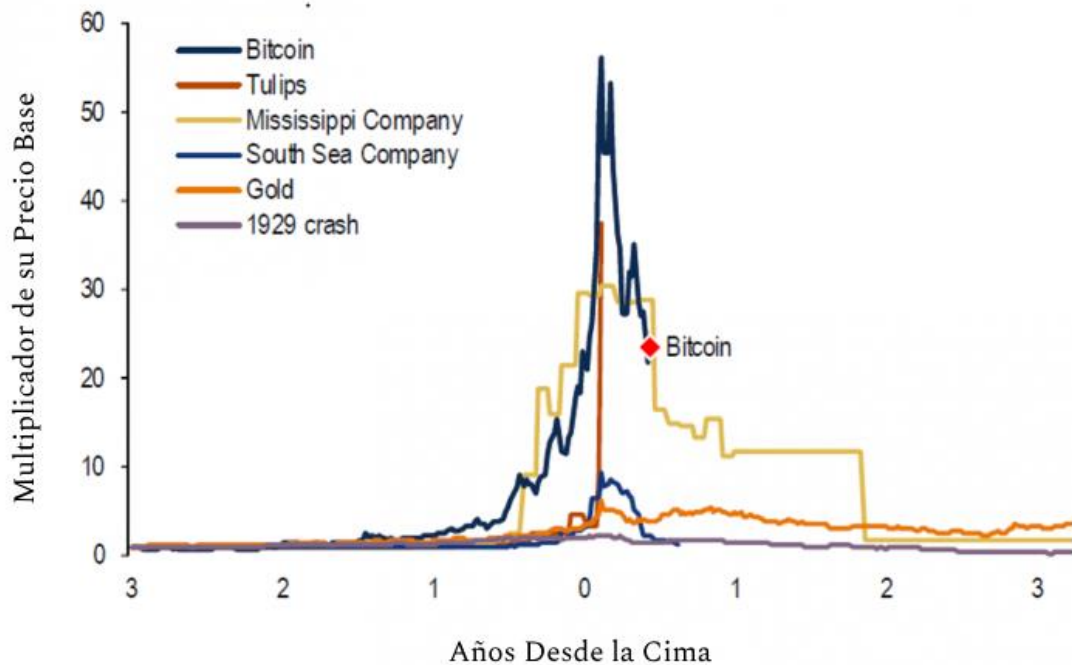
Burbuja de los mares del sur: En 1711 en Gran Bretaña, eran comunes las compañías navieras que operaban para recoger las riquezas de lejanos continentes. La South Sea Company traía metales preciosos de Suramérica, el negocio era estable y rentable pero la compañía distorsionaba el verdadero potencial que tenían al exagerar el valor de las riquezas obtenidas. Se sobrestimo el potencial de dicha compañía entrando muchos inversores y casi quintuplicándose el valor de sus acciones en solo 5 meses. En general todo tipo de compañías elevaron el valor de sus acciones al ser considerado por la opinión pública como un sector estable, lo que atrajo la creación de todo tipo de compañías. Tal era su proliferación que el gobierno prohibió la creación de nuevas compañías en 1720.

Con el tiempo y tras casi octuplicarse los valores en pocos meses, el ahorrador medio estaba agotado económicamente y se cortó el flujo de dinero. Se empezó a vender activos al estar tan alto el precio y la burbuja estalló, casi al mismo tiempo que la próxima de la que vamos a hablar, la Burbuja del Misisipi. Estas 2 burbujas al darse en un periodo muy cercano de tiempo en torno a Agosto de 1720 produjo una crisis económica europea.

La burbuja del Misisipi: En 1716, John Law, un “economista” escoces quiso revitalizar la economía francesa que tras la guerra había quedado devastada. Su idea fue formar una compañía que tuviera la exclusividad de comerciar por el rio Misisipi creando acciones de ello y vendiéndolas. Además estableció un banco y aumentó la masa monetaria mediante la impresión de papel moneda, aun sabiendo que esto crearía inflación. Empezaron a surgir más compañías en otros lares como India, China....teniendo en cada una el monopolio para actuar en dichas zonas. El entusiasmo entre los inversores era evidente dado que el dividendo asociado era de un 40%. Inversores extranjeros se sumaron consiguiendo que las acciones llegaran a su valor máximo 3 años después. El problema surgió cuando grandes accionistas quisieron convertir el papel en dinero, no querían billetes sino efectivo. La burbuja estalló cuando las acciones pasaron del valor de 500 a 18000 libras, mera especulación que produjo que

muchas familias quedarán arruinadas, así como las compañías y dejando a las finanzas francesas en muy mala situación.

Gráfica 2: 1.4.1 Variación de precios durante las mayores burbujas



Fuente: Merrill Lynch

En este gráfico podemos observar cómo estas 3 primeras burbujas fueron tremendamente especulativas y como el Bitcoin (burbuja de la que hablaremos más adelante) se asemeja a estas primeras por crecimiento salvaje. La criptomoneda tiene el mayor incremento a lo largo del tiempo en cuya cima se elevó 60 veces su precio de hace 3 años. La segunda que observamos es la de los tulipanes cuyo precio llegó a rozar un multiplicador de 40, de 30 llegó a tener la burbuja de la compañía del Misisipi y de 10 la de los mares del sur.

1.4.2. Burbujas modernas

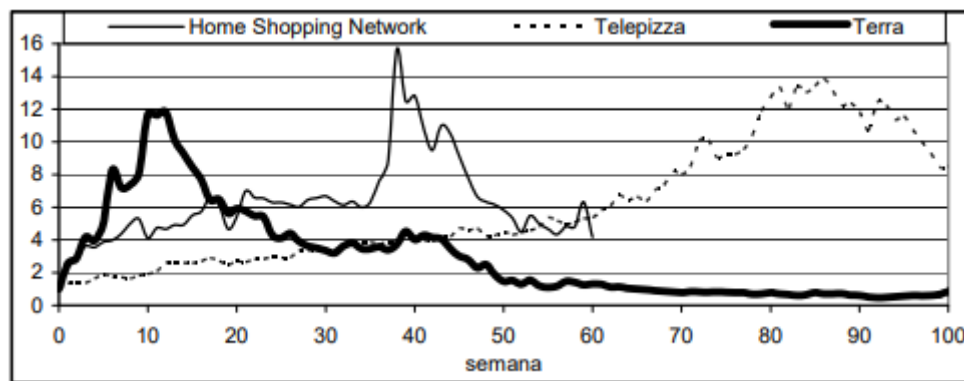
Burbuja.com: Durante los 90's el mercado de capitales de Estados Unidos estaba en pleno auge gracias a los nuevos avances tecnológicos, la irrupción de internet y la expansión de las telecomunicaciones. El inversor quería formar parte de esa época dorada de innovación, ya que consideraban que las

compañías que tenían comercio en línea poseían un valor mayor y rápidamente se lanzaron a apoyar cualquier empresa prometedora. Las empresas que tenían alguna relación con internet veían su cotización en auge, algunas empresas optaban por incluir el término .com o .net en su nombre para seducir al inversor medio, incluso sin tener relación, solo por parecerse al producto que era demandado. Se comprobó que estas empresas tuvieron una rentabilidad media del 142% superior a otras empresas sin ningún tipo de relación con Internet. No todas las empresas .com tuvieron éxito pero la mayoría que si lo tuvieron estaban tremendamente sobrevaloradas, la sociedad tenía unas expectativas sobre el poder de internet que no eran realistas.

Se puede observar dos factores que fueron los detonantes de la sobrevaloración y posterior burbuja: El primer factor fue internet, al ser un elemento novedoso e inexplorado generaba un vacío a la hora de valorar una empresa por su implicación en esta tecnología. Se establecía su valor según la serie de computadoras que alojaban la red de la empresa, al haber más se supone que era para soportar una interacción mayor con clientes, puede tener sentido pero el verdadero valor venía de la capacidad que la empresa pudiera poseer para generar ganancias y por tanto beneficios a sus inversores y no solo de las nuevas métricas que se estaban usando. El segundo factor fue el uso de multiplicadores elevados en modelos y fórmulas que no daban una visión realista de la empresa. Este optimismo aumentó el valor de toda acción relacionada con internet, con la consiguiente entrada de inversores. Según HSBC Holdings, uno de los mayores bancos del mundo, estas empresas estaban sobrevaloradas en un 40%, lo que hacía que con el paso del tiempo el inversor de diera cuenta que el crecimiento de dicha empresa no era el esperado en comparación con el aumento de valor de sus acciones y acabara por pincharse la burbuja.

A continuación hablaremos de principales compañías .com españolas que estuvieron presentes durante la burbuja , como son Terra y Telepizza, viendo como evolucionaron sus cotizaciones y panorama financiero.

Gráfica 3: 1.4.2.1 Evolución de Terra, Telepizza y Home Shopping Network



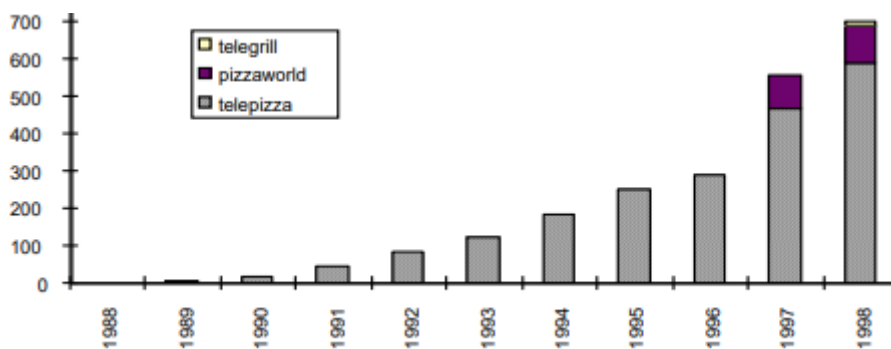
Fuente: Pablo Fernández 2013

Terra: Fue una filial fundada en 1999 y centrada en contenidos de internet que formaban parte del grupo Telefónica. Tuvo una fuerte presencia en el mercado de servicios de internet ya que compró varias empresas latinoamericanas de portales, convirtiéndose en líder indiscutible del mercado hispanohablante. Antes de su salida en bolsa, telefónica realizó agresivas campañas para promover la compra de acciones y junto un estado entusiasta de medios y periódicos la euforia se apoderó de los inversores desde su salida. Empezó su cotización en bolsa en un 17 noviembre del 99 a un precio de 11,81€/acción para minoristas y 13€/acción en el tramo institucional y cerró ese día a 37€/acción. Como vemos en la gráfica su evolución fue vertiginosa, a finales de febrero su cotización estaba en 139,75€/acción. Prácticamente multiplicó su valor por 10 en menos de 4 meses pero esta propicia situación no se sostuvo mucho tiempo. En marzo del 2000 la burbuja tecnológica de las compañías .com estalló generando pérdidas y el cierre de miles de empresas. El desplome de las empresas provocada por la crisis tecnológica es evidente por ello en diciembre de ese año, apenas un año después de la introducción en el mercado de valores de esta empresa, su cotización estaba en unos fríos 11,6€/acción. Terra evolucionó de forma muy abrupta, hasta su pico la rentabilidad asociada era del 975% cuando la rentabilidad media del Ibex 35 estaba en el 20%, durante su debacle la rentabilidad estaba en un -92% mientras que la rentabilidad de Ibex 35 se contrajo en un 27%. En su ocaso Telefónica lanzó una OPA de apenas 3€/acción que no fue aceptada por los inversores. Finalmente la Comisión Nacional del Mercado de Valores decide

suspenderla de cotización en febrero de 2004 ante rumores que apuntaban a una OPA de exclusión. Llegó a ser una de las principales empresas, teniendo una capitalización enorme, estando en segundo lugar, solo por debajo de Telefónica.

Telepizza: Esta empresa fue líder en el mercado de pizzas en España, logro hacerse con el 60% de la cuota del mercado en 1998, tan solo 10 años después de abrir su primera tienda. Su liderazgo se debía en parte por ser de los primeros establecimientos en repartir a domicilio, teniendo una expansión extraordinaria y abriendo cada vez más establecimientos.

Gráfica 4: 1.4.2.2 Número de establecimientos Telepizza



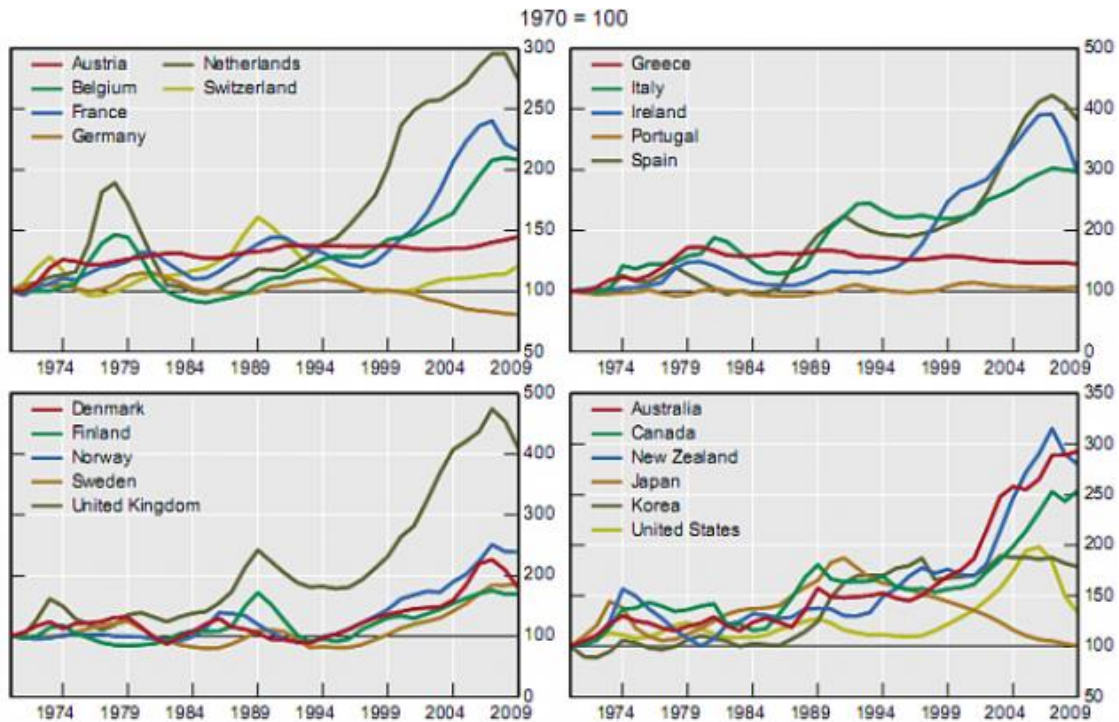
Fuente: Pablo Fernández 2013

Cotizó por primera vez un 13 de noviembre del 96 a 0,96€/acción alcanzando su máximo en junio del 98 a 9,9€/acción. Esto proporcionó suculentos beneficios a sus accionistas durante años. Desde noviembre del 96 hasta junio del 98 produjo una rentabilidad del 1338% pero desde ahí hasta octubre del 99 se creó una rentabilidad negativa del 55%. Sabemos que culpa de ello fue en parte por el estallido de la burbuja tecnológica meses antes pero también lo acrecentó el hecho de que el fundador vendiera todas sus acciones lo que trajo un periodo pesimista a la compañía. El mercado en este punto estaba saturado, la compañía entró fácil por su innovación en el mercado de comida rápida y encontró un campo inexplorado en España, pero en el 98 había más competencia y no podía mantener el elevado crecimiento de años atrás basado en ventas y apertura de más establecimientos.

Burbuja inmobiliaria en España:

Se creó entre 1999 y 2007, años en los cuales el precio de la vivienda se disparó no solo en España sino de forma global.

Gráfica 5: 1.4.2.3 Variación de los precios de la vivienda en el mundo

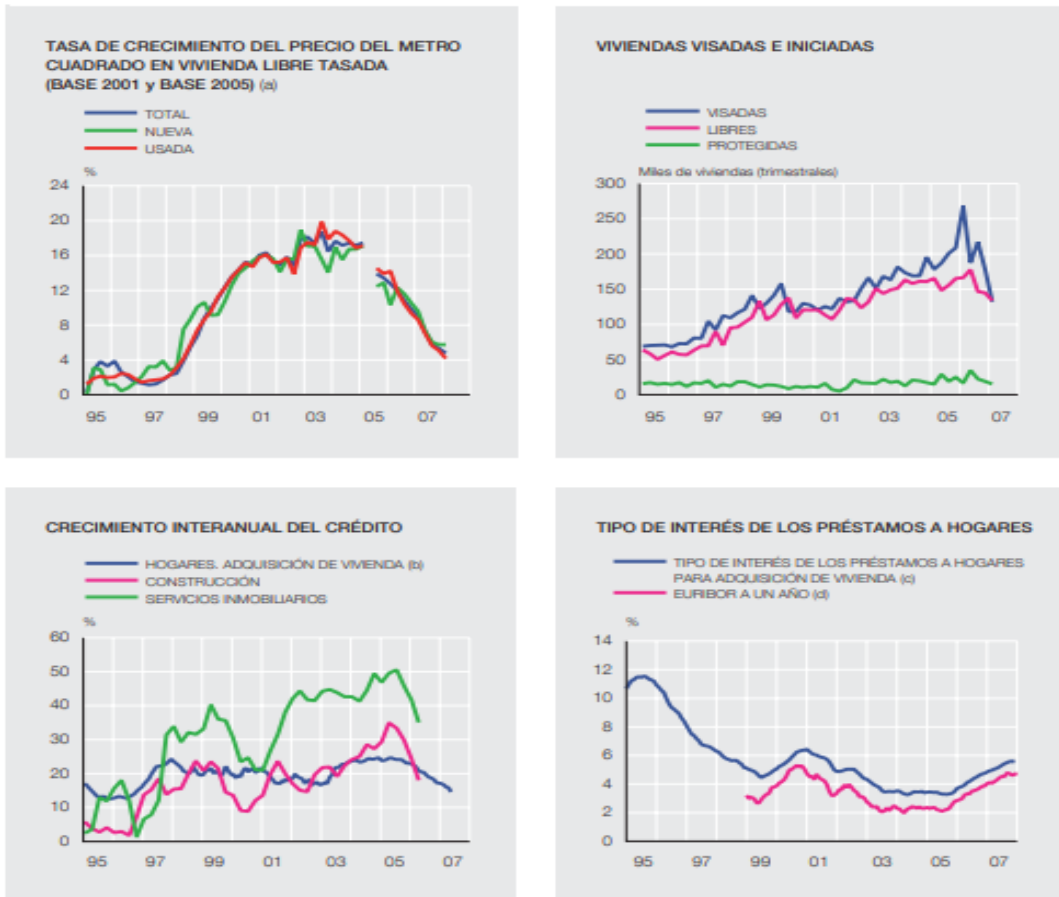


Fuente: Bank for International Settlements 2010

Algunos factores tienen que ver con que la generación del 75, la más numerosa de la historia española, estuviera en edad de emanciparse y adquirir una vivienda, ya que la sociedad española tiene mucha mayor predisposición a comprar (80%) que a alquilar (20%) debido a que en los años 60 y 70 se promovió esta corriente de pensamiento. También se unió el hecho de que España se adhirió a la Comunidad Económica Europea, con la aceptación del euro los tipos de interés estaban realmente bajos, la inflación también, las condiciones de financiación eran accesibles, económicamente estábamos en un periodo expansivo y la tasa de paro era de las más bajas. Que el mercado laboral estuviera en auge promovió que el número de residentes extranjeros aumentara ya que hacía falta mano de obra en el sector de la construcción y dada las facilidades crediticias el mercado de propiedad siguió en alza, pero el

riesgo hipotecario aumentó ya que la situación de estos nuevos trabajadores era muy precaria. Todo este caldo de cultivo provocó que el precio de la vivienda se disparara y aumentara también la demanda solo por motivos especulativos.

Gráfica 6: 1.4.2.4 Ciclo inmobiliario 1995 / 2007



Fuente: Banco de España 2008

Durante la burbuja el precio de la vivienda tuvo un incremento de precio acumulado del 183% lo que llevaba al ciudadano medio a ahorrar menos y endeudarse más. Según los datos del Banco de España una familia debería financiar una vivienda media en 5 años si dispusiera su salario íntegramente en ello. Durante la burbuja se llegó a rozar los 7,5 años lo que se traduce en hipotecas a mas años y más endeudamiento.

Gráfica 7: 1.4.2.5 Precio de la vivienda según salario

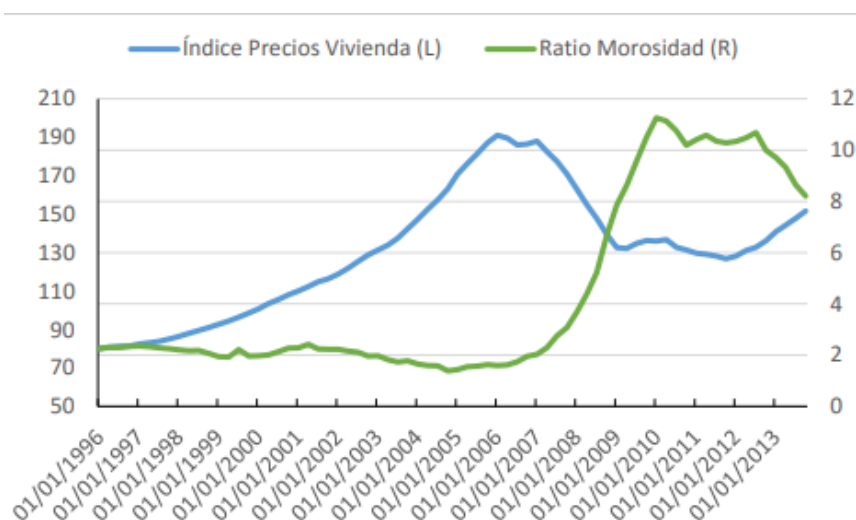


Fuente: Banco de España 2014

El Banco de España nota los primeros signos de desaceleración a mediados de 2006, achacándose al incremento de los tipos de interés, menores expectativas de revalorización en la vivienda al estar el sector en un ciclo maduro y a malas perspectivas en la renta del trabajador. El empleo era de vital importancia en el empuje del sector inmobiliario pero había despidos por una menor actividad en dicho sector lo que provocó una desaceleración que también contagió a otros sectores ya que el sector inmobiliario propició en gran parte que el PIB creciera entorno a un 3% , 4% anual y al ser un componente tan importante, muchas otras empresas de diferentes sectores dependían de él. Entre 1998 y 2007 el número de viviendas aumento en 5,7 millones, casi un incremento del 30%. También la población extranjera aumentó hasta datarse en 5,3 millones que suponían un 13,4% de la población, los cuales demandaban vivienda también. La unidad familiar en un hogar pasó de 3,25 a 2,8 miembros en parte por hijos que buscaban la emancipación lo que aumentó la búsqueda de vivienda unipersonal que paso de 366000 en 1998 a 540000 en 2005, casi un 36% más de demandantes. Otro factor que agravó la situación es que las propiedades inmobiliarias se usan como garantía en concesión de préstamos, usándose para endeudarse más y demandar viviendas, aumentando así su precio. A partir de 2005, como se puede observar en el gráfico de la anterior página, los tipos de interés en préstamos para hogares subieron lo que requería de un

mayor esfuerzo de endeudamiento y ya no era tan atractivo hipotecarse. La puntilla la dio la situación económica global del mercado hipotecario de alto riesgo (⁴subprime) que se dió en USA junto con que el ciclo expansivo estaba a punto de agotarse. Estas subprime dieron lugar a una crisis de liquidez en las instituciones crediticias, todas en mayor o menor medida estaban infectadas de estos créditos de escasa solvencia y riesgo elevado de impago que se concedieron a personas con malas condiciones económicas y laborales lo que creo una espiral de desconfianza y estalló una crisis de liquidez que requirió la acción de instituciones estatales. Al cortarse la concesión de préstamos, miles de negocios se vieron abocados a impagos que provocaban más desconfianza entre autónomos, los pagarés y pagos a plazos dejaban de tener validez. Estas hipotecas de elevado riesgo se colocaban con otros activos más seguros a un interés superior (entre un 1,5% y un 7% superior), su nombre pretendía dar confianza (prime significa excelente) y consiguieron venderse rápidamente, tanto a instituciones como al inversor medio, hasta que, llegado el momento la gente empezó a notar que el interés de las hipotecas aumentaba y también la tasa de morosidad.

Gráfica 8: 1.4.2.6 Precios vivienda USA y morosidad (2000= base100)



Fuente: Federal Reserve Bank of St.Louis

⁴ Préstamo otorgado a un prestatario con una mala calificación crediticia que conlleva un mayor riesgo crediticio y por ende tasas de interés más elevadas.

El estallido de esta burbuja trajo importantes cambios, los bancos centrales empezaron a implementar medidas macroprudenciales como los acuerdos de Basilea III, un conjunto de propuestas para la regulación bancaria que se publicaron a finales de 2010 y cuya finalidad era fortalecer el sistema financiero tras la crisis subprime y futuros eventos de riesgo sistémico.

Burbuja de las criptomonedas:

¿Qué es el Bitcoin?: Es una moneda virtual, descentralizada e independiente. Su punto fuerte es que al estar descentralizada no es controlada por ningún estado o institución financiera aunque esto también representa su mayor vulnerabilidad. El Bitcoin nació en 2009, creado bajo el pseudónimo de Satoshi Nakamoto para compras por internet, proporcionando al propietario un método de pago rápido, de bajo coste y libre de ser controlado por gobiernos o bancos.

Tabla 3: 1.4.2.1 Diferencias entre Bitcoin y dinero fiduciario

BITCOIN	DINERO FIDUCIARIO
-Medio de intercambio digital	-Medio físico/digital de intercambio
-Sin coste de almacenamiento y bajos costes de transferencia	- Con costes de almacenamiento y mayor coste de transferencia
-Divisible hasta unidades mínimas	-Indivisible
-Representado por registros únicos en la red	-Representado por billetes, monedas o dinero electrónico
-Movimiento global	-Su movimiento entre países está regulado
-Tiene un máximo de emisión en su algoritmo	-El gobierno emite tanto como considera oportuno
-Descentralizado, sin control por ningún organismo, sin confiscaciones.	-Centralizado, controlado por el estado, leyes y bancos
-Se obtienen "minando", un proceso informático	-Se crean desde la casa de moneda de cada país
-Su valor se determina por oferta y demanda	-Su valor lo determina el mercado, regulaciones...
-Fácilmente verificable, no falsificable	-Existen falsificaciones de billetes

Fuente: Propia basada en "Criptonoticias" y otras fuentes

Riesgos: Debido a su descentralización es usado por mafias y organizaciones ilegales para sus actividades ilícitas así como para blanqueo de capitales. Como no es necesario un intermediario existe una dificultad añadida para monitorizar este tipo de movimientos por parte de los gobiernos. Es un hecho que el crimen organizado usa este tipo de monedas como método de pago . Además el propietario se encuentra más desprotegido, existen transacciones fraudulentas que no dejan rastro por la propia naturaleza de la moneda y la volatilidad es una característica intrínseca de este tipo de monedas por mera especulación.

Similitudes con la burbuja.com: La burbuja de las criptomonedas recuerda mucho a lo que pasó con la burbuja.com. Un nuevo escenario donde la innovación y tecnología provocan que las expectativas sean mayores al valor real que este nuevo activo puede tener.

Corrección o burbuja: Como he mencionado paginas atrás, las burbujas son fáciles de analizar y detectar una vez han pasado, por ello...¿podemos dar por finalizado el recorrido de las criptomonedas?. El desplome durante todo 2018, principalmente en enero ¿es una corrección o el fin de una burbuja?. Para el CEO de Coinbase, una empresa especializada en el intercambio de criptomonedas, el Bitcoin ha sufrido varias burbujas correctivas, unas 4 o 5, las cuales tras un crecimiento abrupto el precio se acababa corrigiendo perdiendo en torno al 60% de su valor. Claramente el acaecido a finales de 2017 fue la mayor caída de su historia, por ello, como veremos en el apartado 2:“atributos que posee toda burbuja” se puede identificar el escenario de las criptomonedas como una burbuja que pinchó, no solo por la identificativa forma gráfica, sino por una serie de atributos que se dan en casi toda burbuja conocida.

Según datos de CoinMarketCap, donde se puede hacer un seguimiento de todo el mercado de las criptomonedas, la burbuja estalló el 7 de enero de 2018, hace poco más de un año. Por entonces la capitalización del mercado de criptos era de 835.700 millones de dólares, poco más de un año después el mercado ronda los 122.100 millones de dólares. Hay que tener en cuenta que la bajada es mayor de lo que representan las cifras ya que el número de

criptomonedas creadas y que están en el mercado han aumentado. Tomamos de referencia el Bitcoin ya que sus subidas y bajadas repercuten en las demás y aglutina el 52,3% de la capitalización del mercado. Como podemos ver en la gráfica, el desplome durante 2018 es evidente, sin embargo hay un cierto repunte.

Gráfica 9: 1.4.2.2 Precio del Bitcoin en \$ (enero 2016-diciembre 2018)



Fuente: Ycharts 2019

Se podría considerar que son movimientos normales en cualquier activo, en este caso por un anuncio, un regulador financiero japonés está considerando aprobar el primer fondo en bolsa para la criptomoneda, de igual forma meses atrás hubo una bajada ante rumores de regulación.

¿Cuál es el valor intrínseco del Bitcoin?: Este punto es incierto, cada analista da su propia visión. Es complicado de hallar ya que este activo no genera un flujo periódico como podrían ser intereses, sino que se basa en su escasez y por ello, en lo que este el inversor dispuesto a pagar por ello, pero...esa escasez es un espejismo, a pesar de ciertamente haber un número limitado de monedas, cada día salen al mercado nuevas monedas digitales de diferentes nombres.

Para Eugene Famas, premio nobel de economía, es una moneda que no puede sobrevivir porque es altamente variable, y no es útil a la hora de liquidar pagos, la gente intentará deshacerse de ella lo más rápido posible, y probablemente su valor ronde el 0 en algún momento ya que no tiene valor más que para transacciones anónimas y no se le está dando uso en este sentido salvo el que le dan traficantes de drogas. El oro también es volátil pero tiene otros usos y la gente está dispuesta a usarlo sin ser sustituido por otros metales. En cuanto a no tener costes de transacción, si la moneda digital fuera lo suficientemente popular los servicios tradicionales se moldearían a este nuevo escenario haciendo que desaparecieran para competir con ella.

Para Warren Buffett, CEO de Berkshire Hathaway, el Bitcoin no tiene valor intrínseco, es una apuesta de que lo que compras hoy mañana alguien estará interesado en comprarlo a un mayor precio, por tanto es pura especulación y no le augura un buen final. Si compras una granja o un negocio con el tiempo verás que produce la granja y lo que se gana en el negocio, hay un retorno pero el Bitcoin solo aumenta de valor en la compra/venta, su valor radica únicamente en lo que la gente está dispuesta a pagar.

Las criptomonedas son un nuevo método de pago innovador pero que al no tener un soporte físico que lo apoye, un mercado regulado y una alta volatilidad, actualmente es más objeto de especulación que una moneda del futuro.

2. ATRIBUTOS QUE POSEE TODA BURBUJA

Toda burbuja posee unas características que los diferencia de otros eventos como un periodo de crecimiento, o un ciclo económico en auge. Ambos pueden tener elementos comunes como un aumento de precios, apalancamiento excesivo, optimismo...pero cuando las siguientes características se repiten en cantidad y severidad tendríamos que tener la consideración de que quizás nos estemos encontrando con una burbuja.

- 1. Alta participación de inversores minoristas:** Como hemos comentado en las fases de una burbuja, es un elemento característico de la fase de manía. Estos inversores son sin duda un poderoso motor en la subida de precios, suelen ser inversores inexpertos, confiados, crédulos... con una perspectiva de crecimiento infinito, muy pocos inversores profesionales persiguen los precios de rápido ascenso o al menos conocen los riesgos. Los inversores extranjeros, al no estar al corriente de la política y economía del país son también un rápido combustible, sobre todo si invierten en cantidad.

- 2. Precios que crecen con rapidez durante más de 5 años:** Cuando la tasa de crecimiento se duplique respecto a la tasa histórica de 5 años, significará que estas acciones crecen más de un 20% al año. Esto supone un aumento de nuevos inversores que ven un rápido modo de enriquecimiento y puede indicar el preludio de una burbuja.

- 3. Valoración Irracional:** Como ya hemos comentado los activos de las burbujas están muy sobrevaloradas, muy por encima de su valor intrínseco, a poco sentido común se ve un rendimiento abusivo. El problema está en nuevos activos donde no existe una referencia histórica y son más difíciles de valorar. ¿Cuánto debería ser la valoración racional del mercado de criptomonedas?, sin embargo hoy si vemos que algo no podía ir bien cuando un bulbo de tulipán superaba por mucho el salario anual medio. Los nuevos activos, industrias, escenarios económicos hacen que sea más difícil valorarlo todo, aun así siempre hay un optimismo intrínseco en el inversor, justificando los precios altos con una visión particular de extrema seguridad. Tampoco tiene visión de futuro, ante un flujo excesivo hacia ese mercado menguara los rendimientos futuros de todos y en ese panorama no todas las empresas conseguirán sobrevivir.

- 4. Precios con crecimientos en parábola:** Este atributo indica que el final está llegando. Después de un periodo con un ROA (comparación del

beneficio con la inversión realizada) excelente, los precios se aceleran. Un estudio de Greenwood, Shleifer and You, de la Universidad de Harvard, mostraron que cuanto mayor sea este aumento más probable será que en los próximos 1 o 2 años los precios caigan con mayor dureza, hasta un 40%.

5. Población en fase de manía: La creación de burbujas se deben en gran parte a la fase de manía en la que entran los inversores inexpertos, cuando un amigo te cuenta que ha metido unos ahorros en una inversión y está consiguiendo succulentos beneficios o cuando los medios informan del positivo progreso de cierta empresa, nadie quiere perderse la oportunidad ya sea por envidia o por evitar arrepentirse ante una clara ocasión y no quedarse fuera, algo puramente instintivo. Todo el mundo quiere enriquecerse sin esfuerzo, el nuevo fenómeno se viraliza, está en boca de todos. Cuando una inversión es tan famosa, cuando gente que apenas tiene conocimientos sobre el mercado invierte... quizás es necesario preguntarse si todo ello es normal, sostenible, posible y no dejarnos arrastrar.

6. Las burbujas se producen por ciclos: Si estamos justo en una recesión o un mercado a la baja, no esperamos que se pueda producir una burbuja ya que hace falta optimismo, que los especuladores estén de humor, que haya nuevos inversores que no hayan sufrido pérdidas previas, tipos de interés bajos...Por ello es en los periodos expansivos donde hay que tener especial recelo.

7. Proveedores que explotan una excesiva demanda: Un aumento de demanda siempre lleva consigo un incremento del precio. Empresarios, proveedores, oportunistas, estafadores.. salen ofreciendo productos de cuestionable calidad ante una gran masa de compradores noveles. Por ejemplo durante la burbuja de las .com, empresas que no tenían nada que ver con Internet agregaron en su nombre “.com”. Con ello consiguieron que inversores poco avisados invirtieran en sus empresas, disparando el

precio de sus acciones. En plena fiebre de las criptomonedas algunas empresas anunciaban que estaban en el negocio de la minería de criptos o agregaban ⁵ “*blockchain*” a sus nombres ya que está ligado a la jerga de las criptomonedas, sin ser ciertamente empresas enfocadas en ello, pero sus acciones se revalorizaban y atraían más inversión.

8. Apalancamiento excesivo: El apalancamiento no siempre es un síntoma de que podamos estar ante una burbuja, en el mercado endeudarse es un mecanismo de lo más común. Es un punto a tener en cuenta cuando el apalancamiento se excede, sobre todo cuando la deuda crece en inversores minoristas que piden prestado para comprar más valores y los bancos bajan sus requisitos a los prestatarios.

9. Pensamiento de prosperidad: Cuando estamos en épocas de nuevas revoluciones tecnológicas, innovaciones financieras y en general épocas prosperas surge un pensamiento de que estas nuevas tecnologías, esta nueva clase de activos y nuevos mercados emergentes tienen un precio y valor mayor por su innovación del que el realmente tienen. Son épocas de optimismo excesivo que van ligadas a burbujas y más cuando se combinan varias innovaciones. Por ejemplo el caso de las criptomonedas se juntaron 2: La innovación tecnológica del blockchain y la innovación financiera de los activos y dinero digital.

Como hemos visto detectar burbujas es posible teniendo en cuenta los siguientes puntos. No todas las burbujas han tenido todos estos atributos pero si en mayor o menor medida como podemos apreciar en la siguiente tabla.

⁵ Es una estructura de datos que en el mundo de las criptomonedas impide que una moneda se pueda gastar dos veces, como un notario público que lleva todo el sistema de transacciones. Esta tecnología permite transacciones de forma segura mediante su encriptado entre dos o más agentes y sin intermediarios.

Tabla 4: 2 Indicadores de cada burbuja

BURBUJA	Atributos	Corriente de Pensamiento
Tulipomania	1,2,3,4,5,6,7,8,9	Nueva clase de activo
Compañía de los mares del sur	1,3,4,5,6,7,9	Nuevos mercados emergentes
Valores de tierras en Chicago	1,2,3,4,5,6,7,8,9	Nacimiento de una nueva ciudad
Ferrocarril UK	1,2,3,4,5,6,7,8,9	Nueva tecnología (ferrocarril)
Boom de Florida	1,2,3,4,5,7,8,9	Nuevo acceso por ferrocarril
Crash de Wall Street	1,2,3,4,5,6,7,8,9	Prosperidad (USA) y Nuevas tecnologías (automóvil, radio, aviones)
Kuwait mercado de Stock	1,2,3,4,5,6,7,8,9	Nueva zona de petróleo y prosperidad
Burbuja económica Japonesa	1,2,3,4,5,6,8,9	Supremacía económica Japonesa
NASDAQ 100 y burbuja.com	1,2,3,4,5,6,7,9	Nueva tecnología (Internet)
Burbuja inmobiliaria	1,2,3,5,6,9	Prosperidad y stock
Acciones de China	1,3,4,5,6,7,9	Nueva economía china, reformas para accionistas
Bitcoin	1,2,3,4,5,6,7,8,9	Activos digitales

Fuente: *Elaboración propia basada en Dennis Tilley 2018*

3. ANALIZANDO LA BURBUJA

⁶Minsky analiza las crisis de las burbujas especulativas desde la racionalidad y los fallos en el mercado. Observa que el comportamiento de los agentes no siempre es racional, en la fase de manía los agentes son meros jugadores, apostadores que confían en su suerte y con una visión distorsionada en la que no prevé perder, por ello apuestan agresivamente y de forma irracional en gran parte.

En cuanto al mercado hace hincapié en el riesgo moral. Supongamos que tenemos un activo, cuyo rendimiento puede subir o bajar según ciertos escenarios favorables o desfavorables. Un Inversor racional tendrá en cuenta esto para estimar el precio que está dispuesto a pagar, pero...¿y si otro agente cubriera sus pérdidas en caso de que estas se produzcan? ¿Qué pasaría si no arriesgara su dinero?. En estos casos el precio que el inversor estima es

⁶ Economista estadounidense poskeynesiano que estudió la evolución de ciclos de prosperidad financiera, intentando identificar los factores que desencadenan los periodos expansivos y contractivos.

diferente porque ya no concibe perder, solo tiene en cuenta que se produzca la situación favorable. A esto se le conoce como “expectativas panglossianas” que arrastrarán a sobreinvertir. Esto es en sí el riesgo moral, en una situación de información asimétrica unos agentes realizan acciones que traerán consecuencias negativas a otros por los riesgos asumidos de los primeros.

⁷Kindleberger ve que el efecto más dañino de una burbuja es la crisis de liquidez que arrastra cuyo remedio es difícil. Si metemos más prestamistas en juego para ganar en liquidez y aliviar los efectos nocivos que trae la crisis, incluimos más riesgo moral a cambio de evitar el riesgo sistémico. Por ello no hay una solución efectiva más que sopesar ambos riesgos.

Las burbujas también se pueden analizar desde el paradigma de las expectativas racionales, dependiendo si los inversores tienen la misma información o existe asimetrías entre ellos, analizando también la interacción racional o irracional entre inversores y estudiando la heterogeneidad de los comerciantes. Pero se analice como se analice lo que permanece inalterable en cada burbuja, desde la tulipomanía hasta el Bitcoin son los rasgos psicológicos por las que pasan los inversores inexpertos que son los que hinchon la burbuja, Oriol Amat profundiza en ello hablando de la ambición por una riqueza rápida, que lleva a un endeudamiento excesivo para poder comprar más. La soberbia de los que van ganando, al exponerlo a amigos y familiares, arrastrará a mas inversores y perciben de forma selectiva, ignorando las malas noticias sobre el activo. La envidia hacia los que han ganado más empuja a invertir más y de forma más agresiva, existe una ceguera ante esta situación en la que no percibe que la subida de precios no tienen ningún sentido y en la fase final el miedo, pánico e histeria se apoderan de ellos en vez analizar de forma racional. Aun cuando la bolsa ha tocado fondo y es propicio volver a invertir, el inversor no quiere saber nada del mercado.

⁷ Economista estadounidense cuyo libro “ Manias, Panics and Crashes” de 1978 sirvió de referencia en el mundo de la especulación financiera.

4. CONSEJOS DE INVERSIÓN

Benjamin Graham sacó hace más de medio siglo su libro: el inversor inteligente, un escrito que cualquier inversor debería leer para comprender y aprender a moverse en el mercado.

La clave para Graham es ver el mercado financiero como una persona con variaciones psicológicas y emocionales, debiendo el inversor saber leer estos “cambios de humor” para aprovechar oportunidades. El mercado sufre un trastorno bipolar, con fases de manía y depresivas que afecta a la forma de negociar acciones ya que a veces se siente optimista y compra a precios elevados y otras veces pesimista, vendiendo a precios bajos.

Hay que diferenciar inversión de especulación. Una inversión tras análisis previo, promete un principal y un retorno adecuado. Si no se cumple esto hablamos de especulación. La especulación puede ser beneficiosa, ayuda a empujar compañías que acaban de salir en bolsa, pero hay que diferenciar una especulación inteligente de una que no lo es. La no inteligente es cuando especulamos pero pensamos que en realidad invertimos, esta actividad se convierte en la principal y arriesgamos dinero que no podemos perder.

A grandes rasgos los principales consejos de inversión son:

1. **Seleccionar empresas de calidad:** Empresas en las que pueda interesar invertir, siempre a largo plazo ya que el mercado puede tardar años en dejar sus cambios de humor para entrar en razón. Habrá que analizar estas empresas calculando su valor real para saber cuando comprar o vender, ya que el valor subyacente no depende del precio de la acción.
2. **Comprar a la baja:** Una vez conocemos su valor real, habrá que comprar acciones en momentos pesimistas para poderlas vender en

estados de euforia. Cuanto más alto sea el precio que paguemos menor será su rendimiento futuro.

3. **No dejarse llevar por factores psicológicos:** Como hablamos en el punto anterior es importante no dejar que nuestras emociones nos dominen, nosotros somos nuestro mayor enemigo. Es necesario mantener la calma en momentos de pesimismo o euforia y mantener un pensamiento crítico. “Cómo se comportan nuestras inversiones es mucho menos importante que como nos comportamos nosotros”.
4. **Diversificar:** Es una forma de administrar el riesgo, cualquier inversor prudente posee acciones de diferentes compañías, de diferentes industrias y diferentes países para que en caso de algún evento negativo salvaguardar que todas se vean afectadas. Aun así no podemos eliminar el riesgo de estar equivocados, por ello es importante tener un margen de seguridad. Este margen es la diferencia entre el valor real y su precio en el mercado, cuanto menor sea su precio en el mercado mayor será el margen de seguridad.
5. **Evitar apalancarse:** Usar dinero prestado es peligroso si la acción baja, el apalancamiento es una herramienta más, pero es más efectivo en inversores seguros y experimentados.

Warren Buffet aconseja con esta frase: “Se cauteloso cuando los demás son codiciosos, se codicioso cuando los demás son cautelosos”

5. PROTECCIÓN INTITUCIONAL

Los gobiernos poseen herramientas para prevenir futuros problemas financieros y riesgos de burbujas mediante herramientas macroprudenciales de control para reducir el riesgo sistémico ya que, en un mundo globalizado, las repercusiones financieras en un país se reflejan en el resto. Estas actúan como medidas que evitan desequilibrios, principalmente las que tienen que ver con

concesiones de crédito, cierre o apertura de dinero en circulación y el apalancamiento de entidades crediticias.

Estas medidas impiden la acumulación de riesgos por factores externos, limitan la repercusión de contagios y mejoran la resistencia financiera del estado.

Tabla 5: 5 Instrumentos macroprudenciales

Instrumento	Base legal	Aplicación	Descripción
Colchón de capital anticíclico	Ley 10/2014, art. 45	Obligatorio	Colchón adicional de capital acumulado en expansiones para absorber pérdidas en recesiones.
Colchón para entidades de importancia sistémica	Ley 10/2014, art. 46	Obligatorio para EISM Opcional para OEIS	Colchón de capital adicional para tratar las externalidades producidas por entidades sistémicas, tanto globales (EISM) como nacional (OEIS).
Colchón contra riesgos sistémicos	Ley 10/2014, art. 47	Opcional	Colchón de capital para prevenir y mitigar riesgos sistémicos no cíclicos que no estén cubiertos en la CRR.
Requerimientos de liquidez bajo Pilar 2	Ley 10/2014, art. 42	Opcional	Tratamiento de riesgos sistémicos de liquidez a través de recargos de liquidez.
Otros usos macroprudenciales del Pilar 2	RD 84/2015, art. 76	Opcional	Tratamiento de riesgos sistémicos derivados de instituciones con perfil similar.
Medidas adicionales (-paquete de flexibilidad-)	CRR, art. 458	Opcional	Requerimientos más estrictos en capital, colchón de conservación, liquidez, grandes exposiciones, información y ponderaciones por riesgo.
Ponderaciones por riesgo más altas y criterios más estrictos de concesión de crédito al sector inmobiliario	CRR, art. 124	Opcional	Instrumentos de capital orientados a un sector concreto. La motivación es similar a la del colchón de capital anticíclico, pero aplicado al sector inmobiliario.
Mayores LGD mínimas	CRR, art. 164	Opcional	

Fuente: Banco de España

El colchón anticíclico se creó en Basilea III, el cual tiene como fin asegurar el sector bancario del país. Esto se logra mediante un colchón mayor de capital para que la solvencia esté asegurada en casos adversos. Esta medida entro en vigor en enero de 2016 y se activa cuando el indicador ESRB (Diferencia entre el crédito del sector privado no financiero y el PIB) supere el 2%.

El Banco de España fija trimestralmente el porcentaje del colchón para exposiciones crediticias según el referencial del ESRB.

El colchón para entidades de importancia sistémica busca reforzar la solvencia de entidades con riesgo sistémico, ya que este tipo de empresas son demasiado masivas y tienen gran poder para influir en el mercado. Su quiebra o perturbaciones provocarían graves consecuencias en el sistema financiero, lo

que les da cierta ventaja competitiva debido a que tienen apoyo del sector público por que son “⁸too big to fail”. Este colchón pretende compensar con un recargo de capital este tipo de ventaja. Entró en vigor de forma gradual en 2016 y se exige a cada entidad sistémica un colchón determinado por el Banco de España de hasta un 2%, según su grado sistémico. Actualmente los bancos Santander y BBVA son los que les exige un mayor colchón (0,25%) seguidos con Caixabank y Bankia (0,0625%).

Los demás instrumentos son opcionales, cada banco nacional de cada país tiene flexibilidad para imponer estos requisitos o no, estando al cargo de la autoridad nacional poner en funcionamiento en caso de que las medidas anteriores no consigan controlar el riesgo.

6. ESCENARIO FUTURO

Los ciclos económicos son una serie de fases por las que transcurre la economía. En estos ciclos hay periodos de expansión donde se crea empleo, aumenta el consumo, la inversión privada, la producción e ingresos y fases contractivas en las que ocurre todo lo contrario. Desde hace meses, diferentes medios como “⁹elEconomista.es” y el ¹⁰Banco de España avisan ya del fin del ciclo expansivo en el cual actualmente nos encontramos. Con datos del Banco de España podemos observar como las previsiones para los próximos 3 años no son tan halagüeñas, tanto el PIB como el consumo público, privado, exportaciones, importaciones, demanda interior, demanda exterior y empleo tendrán una disminución progresiva, siendo 2021 el año donde la desaceleración se hará más presente. Con los datos del ecobarómetro podemos observar que el cuarto trimestre de 2018 en comparación con 2017 ha sufrido una ligera disminución en generación de empleo en la mayoría de

⁸ Concepto económico en el cual un banco o institución financiera, en caso de quiebra , provocaría consecuencias funestas para la económica y por ello son rescatados por los poderes públicos.

⁹ <https://bit.ly/2HxMOzY>

¹⁰ <https://bit.ly/2OfO6B2>

sectores, sobre todo en el de hostelería, sector muy importante del país. Estas leves caídas podrían indicar un cambio de tendencia a la baja o que nos encontramos en plena meseta del ciclo económico, serán los datos que arrojen los próximos trimestres los que esclarezcan este punto. Sea como fuere lo que si es cierto es que en los ciclos económicos es inevitable un cambio de tendencia y siempre tras unos años de crecimiento, vendrán otros de contracción. Teniendo en cuenta que llevamos varios años expansivos, aunque los ciclos pueden tener muy diversas duraciones, hay que ser conscientes que no tardando llegará la caída y lo que ello conlleva. Desde el punto de vista de las burbujas, como he matizado paginas atrás, se suelen producir casi en su mayoría en periodos expansivos por lo que es improbable que en próximos años se produzcan a una escala global.

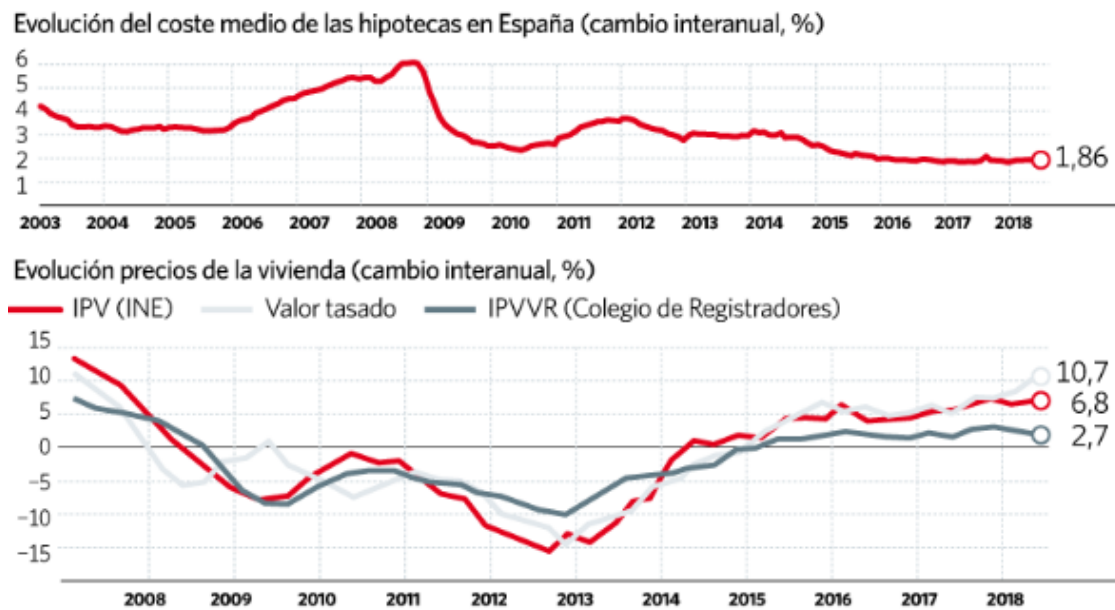
Aun así podrían darse, de echo en el ¹¹Parlamento Europeo existe cierta inquietud por el sector inmobiliario, se pide al Banco Central Europeo que preste especial atención por el riesgo a que emerjan nuevas burbujas inmobiliarias, vigilando las practicas que realizan los bancos. En España, ¹²Standar&Poors una calificadora de riesgos financieros, prevé que el precio de la vivienda en el país seguirá creciendo durante los próximos 3 años, aun por encima de los precios de otras economías de la zona euro. En 2018 el precio de la vivienda española aumento un 6,6% y para 2019 se prevé un 4,5%, para 2020 un 3,4% y para 2021 un 3%, es decir se espera un crecimiento moderado a pesar de que las previsiones como hemos visto para esos años no son optimistas por lo que serán menos asequibles para el ciudadano medio. Para unos, esta noticia solo significa que hay un proceso de ajuste en el sector tras años de crisis y bajada en los precios, una especie de recuperación en el sector, para otros los precios están demasiado elevados. La ¹³presidenta del Consejo de Supervisión del BCE, Danièle Nouy, ya alertó a finales de 2018 que la próxima crisis económica estaría ligada al mercado inmobiliario, como ha pasado años atrás ya sea de forma directa o indirecta.

¹¹ <https://bit.ly/2CqIKPz>

¹² <https://bit.ly/2W8gOWV>

¹³ <https://bit.ly/2TeFCLI>

Gráfica 10: 6.1 La vivienda en España



Fuente: Bankia Estudios 2019

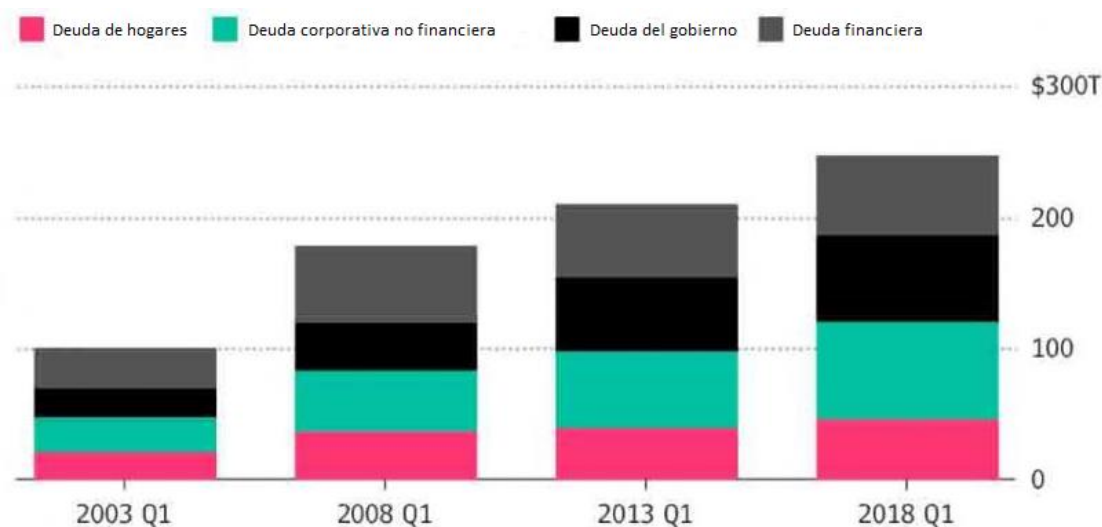
Actualmente es un mercado atractivo por su rentabilidad, la demanda ha crecido en parte por un incremento de compradores extranjeros y el acceso a la financiación es fácil y con costes reducidos, el tipo hipotecario esta en mínimos históricos, en el 1,86%.

Por otra parte, desde hace meses se avisa también de una posible crisis provocada por el incremento en la deuda global. ¹⁴Paul Tudor Jones avisa: “El mundo está cargado de demasiadas deudas que podrían generar problemas en toda clase de activos, la deuda global en comparación con el PIB está en el punto más alto”. También el Instituto de Finanzas Internacionales emite una advertencia, en 2018 se alcanzó el record de deuda global establecida en 247 ¹⁵billones de dólares que representa el 318% del PIB mundial.

¹⁴ Inversionista estadounidense y administrador de fondos de cobertura con empresas de gestión de activos.

¹⁵ En América un billón de dólares equivale a mil millones, mientras que en Europa conocemos como billón a un millón de millones.

Gráfica 11: 6.2 Deuda Global



Fuente: *Institute of International Finance 2018*

Como podemos ver en el gráfico, desde 2013 el incremento de deuda se ha disparado. La deuda de hogares creció de 40 en 2013 a 47 billones de dólares en 2018, la deuda corporativa no financiera paso de situarse de 58 a 74 billones de dólares, la gubernamental de 56 a 67 billones de dólares y la financiera de 56 a 61 billones.

El ritmo de este endeudamiento es motivo de preocupación para el Director Gerente del Institute of Internation Finance, Hung Tran: “El problema es el ritmo y la velocidad con la que se presta ya que la calidad del crédito es menor”. También estos datos nos muestran que los gobiernos, empresas, hogares...están cada vez más endeudados, pudiendo tener problemas en la devolución del préstamo. El problema de estar tan endeudados es que en caso de desaceleración económica, que es lo previsible en los próximos años, la solvencia se verá dañada y pudiera crear una cascada de incumplimientos como los ya producidos en la burbuja inmobiliaria y con ello, los problemas financieros que ya vivimos.

7. CONCLUSIÓN

Tras la finalización de los puntos expuestos en este trabajo las conclusiones que podemos sacar sobre las burbujas financieras son:

1. Las burbujas son un fenómeno económico que se han dado y se seguirán produciendo inevitablemente ya que en la base de su creación está la irracionalidad de los agentes que se mueven por emociones como la envidia, codicia... y poseen cierta ceguera ante la promesa de enriquecimiento rápido, especialmente los inversores inexpertos.
2. Que el valor intrínseco difiera de su precio no significa necesariamente que exista una burbuja. Es común encontrar activos sobrevalorados, el problema surge cuando esa sobrevaloración es excesiva y el inversor no es capaz de vislumbrar que estos aumentos son irracionales y sin base real.
3. Es fácil estudiar las burbujas que se han producido en el pasado y comprender el porqué se produjeron, pero no es posible pronosticar cuando y donde se producirá la próxima burbuja. Sí existen indicadores que nos pueden alertar de ello como son: la alta participación de inversores noveles, precios en parábola, proveedores que explotan el exceso de demanda...pero no tendremos la certeza de estar en una y cuando va a pinchar hasta verlo en retrospectiva.
4. Las burbujas suelen producirse en periodos expansivos, cuando el ánimo del inversor es elevado y existe un estado de optimismo general, pero no significa que no se puedan producir en periodos contractivos.
5. Una burbuja puede ser una oportunidad a c/p, instituciones e inversores expertos saben aprovecharse de estas ocasiones, solo hay que saber retirarse a tiempo.

6. A diferencia de las primeras burbujas cuyos efectos adversos solo repercutían en el propio país y en menor medida los adyacentes, las burbujas modernas colapsan las economías de todo el mundo al estar progresivamente más globalizadas.
7. Cada vez existen empresas crediticias más masivas con un fuerte impacto en la economía, por ello son necesarias las medidas macroprudenciales, para reducir el riesgo sistémico, aun así muchas de las medidas son solo opcionales.
8. Invertir racionalmente en empresas de calidad, comprando a la baja y diversificando son pautas básicas para cualquiera que quiera invertir minimizando riesgos.
9. A pesar de que históricamente las burbujas se llevan produciendo desde hace casi 400 años, la gran mayoría se han creado en los últimos 40 años y en periodos cada vez más cortos. El hecho de que el mundo esté cada vez más conectado acelera la creación y propagación de burbujas, la información está al alcance de todos pero sigue existiendo asimetrías, es decir, unos pocos agentes poseen ventaja informativa sobre el resto.
10. “Las inversiones que se hacen tendencia al principio están impulsadas por fundamentos pero en algún momento se asume que existe especulación. Lo que el sabio hace al principio, el tonto lo hace al final. Lo que aprendemos de la historia es que las personas no aprenden de la historia” (reunión anual de Berkshire Hathaway, 2006)

8. BIBLIOGRAFIA

-Amat, O. (2009): Euforia y Pánico: Aprendiendo de las Burbujas ,Edición Profit, Barcelona.

-Brenner, R. (2003): La expansión económica y la burbuja bursátil, Edición Akal, Madrid.

-Echevarría Campos, J. Luis (2008): La burbuja inmobiliaria española, Edición Marcial Pons.

-Graham, B. (1949): El Inversor Inteligente (reeditado 2007), Edición Deusto

Documentos electrónicos:

-Actualidad criptomonedas. Disponible en: <https://bit.ly/2O330dA> [consulta 14/1/19]

-Banco de España informe anual 2007. Disponible en: <https://bit.ly/2HwpmTD> [consulta 30/1/19]

-Bitcoin a la baja. Disponible en: <https://bit.ly/2O8fW20> [consulta 16/1/19]

-Breve historia de las burbujas. Disponible en: <https://stanford.io/2Mnepng> [consulta:1/12/18]

-Breve historia de Terra. Disponible en: <https://bit.ly/2Jchrgl> [consulta 4/1/19]

-Burbuja .com. Disponible en: <https://bit.ly/2DGEBZv> [consulta 8/1/19]

-Burbujas históricas y su repercusión. Disponible en: <https://bit.ly/2FbtiYp> [consulta 14/12/18]

-Causas de las burbujas económicas. Disponible en: <https://bit.ly/2TksbhG>
[consulta: 21/11/18]

-Ciclo inmobiliario 1995 / 2007 (pp.50). Disponible en: <https://bit.ly/2HwpmTD>
[consulta 30/1/19]

-Comunicado sobre criptos por el CNMV y Banco de España. Disponible en:
<https://bit.ly/2o5TMkj> [consulta 11/1/19], <https://bit.ly/2TL7Yky> [consulta 11/1/19]

-Consejos de inversión en el mercado de valores. Disponible en:
<https://bit.ly/2yQo4iR> [consulta 20/1/19]

-Crisis del Bitcoin por Coinbase. Disponible en: <https://bit.ly/2HkMMfy> [consulta
9/1/19]

-Datos burbuja inmobiliaria España. Disponible en: <https://bit.ly/1XJSZA8>
[consulta 25/1/19]

-Definición ciclo económico. Disponible en: <https://bit.ly/2UbriV0> [consulta
01/03/19]

-Detección de burbujas inmobiliarias. Disponible en: <https://bit.ly/2J9vzXR>
[consulta 26/1/19]

-Deuda global. Disponible en: <https://bit.ly/2ubSR5D> [consulta 02/03/19]

-Diferencias entre el Bitcoin y el dinero fiduciario. Disponible en:
<https://bit.ly/2T8j929> [consulta 14/1/19]

-Ecobarómetro regional y sectorial, cuarto trimestre 2018. Disponible en:
<https://bit.ly/2HxMOzY> [consulta 14/2/19]

- Entrevista a Eugene Famas sobre el Bitcoin. Disponible en: <https://bit.ly/2CjObP3> [consulta 19/1/19]
- Evolución de Terra, Telepizza y Home Shopping Network (pp.2). Disponible en: <https://bit.ly/2Coh0tP> [consulta 3/1/19]
- Fases de una burbuja financiera. Disponible en: <https://bit.ly/2Cl2F1j> [consulta: 23/11/18]
- Fernández, P. (2013) a): Ejemplos de burbujas: Telepizza y otras 6 empresas. Disponible en: <https://bit.ly/2FbyxHz> [consulta 3/1/19]
- Fernández, P. (2013) b): Valoraciones de Amazon, Terra y empresas de internet. Disponible en: <https://bit.ly/2Coh0tP> [consulta 3/1/19]
- Fernández, P. (2013) c): Valoración de empresas y sensatez. Disponible en: <https://bit.ly/2w6JHrl> [consulta 2/1/19]
- Frasas económicas. Disponible en: <https://bit.ly/2TO8QF5> [consulta 04/03/19]
- García De La Rasilla y Pineda, A. (2012): Mitos bursátiles y burbujas financieras, BME Ediciones Digitales. Disponible en: <https://bit.ly/2Jdi8Xd> [consulta 11/12/18]
- Greenwood R., Shleifer A., You Y. (2017): Bubbles for Fama. Disponible en: <https://bit.ly/2CeFpC7> [consulta 16/12/18]
- Indicadores de cada burbuja. Disponible en: <https://bit.ly/2TCedli> [consulta 15/12/18]
- Instrumentos macroprudenciales (pp.13): <https://bit.ly/2u8Yrp3> [consulta 2/2/19]

- Métodos de valoración. Disponible en: <https://bit.ly/1rpUlpr> [consulta: 22/11/18]

- Número de establecimientos Telepizza (pp.15). Disponible en: <https://bit.ly/2FbyxHz> [consulta 3/1/19]

- Paradojas de las criptomonedas. Disponible en: <https://bit.ly/2B6mMAh> [consulta 18/1/19]

- Pastor, A. (1999): Burbujas especulativas y crisis cambiarias. Disponible en: <https://bit.ly/2TAIjNa> [consulta 9/12/18]

- Precio de la vivienda según salario. Disponible en: <https://bit.ly/2Fc3JqO> [consulta 25/1/19]

- Precio del Bitcoin en \$ (enero 2016-diciembre 2018). Disponible en: <https://bit.ly/2CjY2ES> [consulta 18/1/19]

- Precios durante las mayores burbujas. Disponible en: <https://bit.ly/2FbjWvO> [consulta: 14/12/18]

- Precios en la burbuja inmobiliaria. Disponible en: <https://bit.ly/2CkvaMm> [consulta 29/1/19]

- Precios vivienda USA y morosidad (2000= base 100). Disponible en: <https://bit.ly/2EPPJRx> [consulta 8/2/19]

- Principales métodos de valoración (pp.2). Disponible en: <https://bit.ly/2UwgEZ8> [consulta 4/1/19]

- Proyección de la economía española cuarto trimestre 2018,2019,2020 y 2021 (pp.11). Disponible en: <https://bit.ly/2O3kA12> [consulta: 4/2/19]

- ¿Qué es el Bitcoin?. Disponible en: <https://bit.ly/2TE1zbG> [consulta 10/11/19]

- Relevancia de las burbujas y época de apogeo. Disponible en: <https://bit.ly/2FbtiYp> [consulta 14/12/18]

- Sobrevaloración y burbujas. Disponible en: <https://bit.ly/2T89OY9> [consulta: 23/10/18]

- Supervisión macroprudencial Banco de España. Disponible en: <https://bit.ly/2Y1ELRs> [consulta 21/1/19]

- Tudor Jones, P. sobre la deuda global. Disponible en: <https://bit.ly/2Fay9ZF>, <https://cnb.cx/2K7buyu> [consulta 02/03/19]

- Valoración de empresas. Disponible en: <https://bit.ly/2CIRpBN> [consulta: 24/11/18]

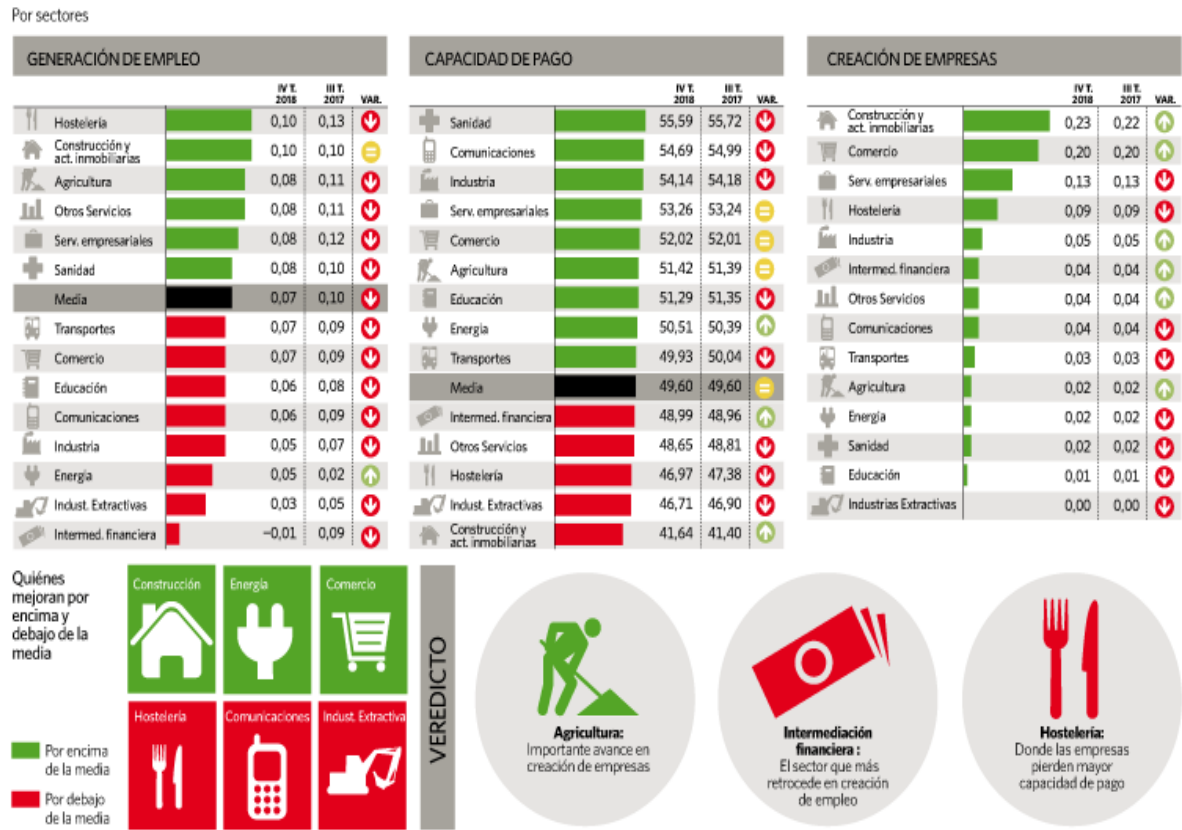
- Valores del mercado de Criptos. Disponible en: <https://bit.ly/1dqX6ht> [consulta 13/1/19]

- Variación de los precios de la vivienda en el mundo. Disponible en: <https://bit.ly/2Fi6O82> [consulta 5/2/19]

- Variación de precios durante las mayores burbujas. Disponible en: <https://bit.ly/2F5OKNj> [consulta 7/1/19]

9. ANEXO

Gráfica 12: 9.1 Ecobarómetro regional y sectorial, cuarto trimestre 2018



Fuente: elEconomista.es 2019

Tabla 6: 9.1 Proyección de la economía española cuarto trimestre 2018, 2019, 2020 y 2021

	2017	Proyecciones de diciembre de 2018				Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en septiembre de 2018		
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020
PIB	3,0	2,5	2,2	1,9	1,7	-0,1	0,0	-0,1
Consumo privado	2,5	2,4	1,9	1,5	1,3	0,2	0,2	0,1
Consumo público	1,9	2,1	1,6	1,2	1,2	0,2	0,2	0,0
Formación bruta de capital fijo	4,8	6,2	4,7	3,6	2,7	1,1	0,7	-0,3
Inversión en bienes de equipo	5,7	7,8	5,9	3,8	3,0	2,7	2,1	0,1
Inversión en construcción	4,6	6,1	4,5	3,7	2,8	0,6	0,1	-0,7
Exportación de bienes y servicios	5,2	1,8	3,4	4,0	3,8	-0,8	-0,6	0,0
Importación de bienes y servicios	5,6	3,8	4,1	4,1	3,8	0,7	0,1	0,2
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,9	3,1	2,4	1,9	1,6	0,4	0,3	0,0
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,1	-0,6	-0,2	0,0	0,1	-0,5	-0,2	-0,1
PIB nominal	4,3	3,6	4,0	3,7	3,5	-0,1	0,1	-0,1
Deflactor del PIB	1,2	1,0	1,8	1,8	1,8	0,0	0,1	0,0
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	2,0	1,8	1,6	1,6	1,7	0,0	-0,1	0,1
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos (IAPC)	1,2	1,1	1,5	1,7	1,8	0,1	0,1	-0,1
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	2,9	2,5	1,6	1,6	1,6	0,1	-0,3	-0,1
Tasa de paro (porcentaje de la población activa). Datos fin de periodo	16,5	14,6	14,1	12,9	12,2	0,0	0,9	1,0
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	17,2	15,3	14,3	13,3	12,4	0,0	0,5	0,9
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	2,2	1,0	0,8	0,7	0,6	-0,2	-0,3	-0,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-3,1	-2,7	-2,4	-2,0	-1,8	0,0	0,1	0,2

Fuente: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística, tercer trimestre 2018