

VI. Mercados financieros

Aspectos más destacados

En 1999, los participantes de los mercados financieros, aunque aún con las heridas dejadas por las recientes crisis, centraron la atención en las favorables perspectivas y comenzaron de nuevo a asumir riesgos con creciente avidez. El entusiasmo por la tecnología digital y los datos cada vez más convincentes sobre el crecimiento económico mundial elevaron los precios de muchas acciones hasta nuevos máximos. En los mercados de crédito, una sed similar de riesgo superó los episodios de presiones sobre la liquidez y redujo gradualmente los diferenciales de tipos, coincidiendo con una emisión sin precedentes de títulos de deuda privada. El alza de los tipos de interés a largo plazo en Europa y Estados Unidos se consideró como un signo positivo de que la política monetaria podía alejar a las economías de la inflación y mantener al mismo tiempo el crecimiento.

Durante el primer trimestre del año 2000, los participantes de mercados comenzaron a pensar que su entusiasmo había ido demasiado lejos. En los mercados de valores, los inversionistas empezaron de pronto a sentir temor por las valuaciones tan altas, lo que provocó enormes fluctuaciones, sobre todo en los precios de los valores tecnológicos. Los datos publicados durante el trimestre crearon incertidumbre sobre el grado en que debería endurecerse la política monetaria. Al mismo tiempo, las perturbaciones de la oferta en el mercado del Tesoro de Estados Unidos afectaron a los precios de una manera poco habitual. Las actividades de arbitraje y de creación de mercados, que normalmente habrían absorbido estas perturbaciones, parecían no haberse recuperado de las pérdidas sufridas durante el otoño de 1998. La volatilidad experimentada por los rendimientos a largo plazo como consecuencia de ello no sólo desconcertó a los prestatarios y a los inversionistas para los que ese mercado servía de punto de referencia, sino que también enturbió la información que transmiten normalmente sobre las perspectivas macroeconómicas.

Las variaciones de los precios relativos de los activos tuvieron consecuencias para la economía real en forma de una redistribución del capital entre los sectores económicos. En los mercados de acciones, el espectacular comportamiento de los valores tecnológicos ayudó a las empresas recién creadas a recaudar máximos históricos en sus ofertas públicas iniciales, mientras que los resultados aparentemente malos de otras acciones provocaron grandes programas de recompra que permitieron a los accionistas recuperar sus fondos. En los mercados de deuda, los superávits presupuestarios de Estados Unidos y el Reino Unido y la disminución de los déficits en Europa continental, a la que contribuyó la reducción de los diferenciales de tipos, permitieron que aumentara significativamente la emisión de bonos de

El optimismo cede a la preocupación

Las variaciones de los precios de los activos provocan la reasignación del capital

empresas, lo que sirvió para transferir el ahorro de los títulos del Estado a los de prestatarios privados.

Los precios de los activos también influyeron en el modo de financiación de los desequilibrios de la cuenta corriente en el mundo. Los mercados de valores apoyaron los movimientos de capitales, incluidas las adquisiciones transfronterizas pagadas con acciones. Los propios bancos internacionales grandes realizaron considerables inversiones en los mercados de títulos de deuda en vertiginosa expansión y dejaron un poco de lado su actividad tradicional de realizar préstamos internacionales. Por su parte, los prestatarios de los mercados emergentes apenas tuvieron necesidad de préstamos bancarios extranjeros; de hecho, aceleraron la devolución de los que tenían, por lo que el mercado interbancario internacional se encontró de pronto con una gran abundancia de fondos. Sin embargo, exceptuando las operaciones relacionadas con adquisiciones, los bancos comenzaron a tener dificultades para encontrar nuevos prestatarios.

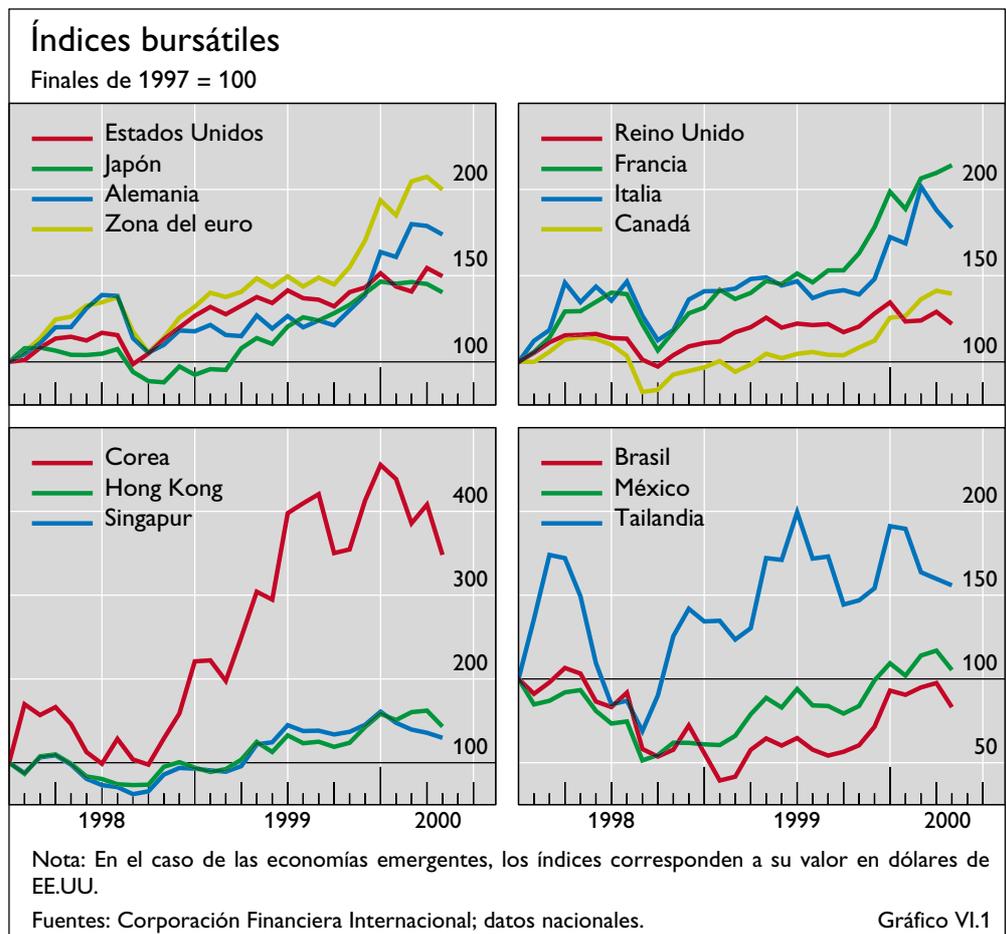
Inversión de grandes bancos en los mercados de títulos de deuda en vertiginosa expansión

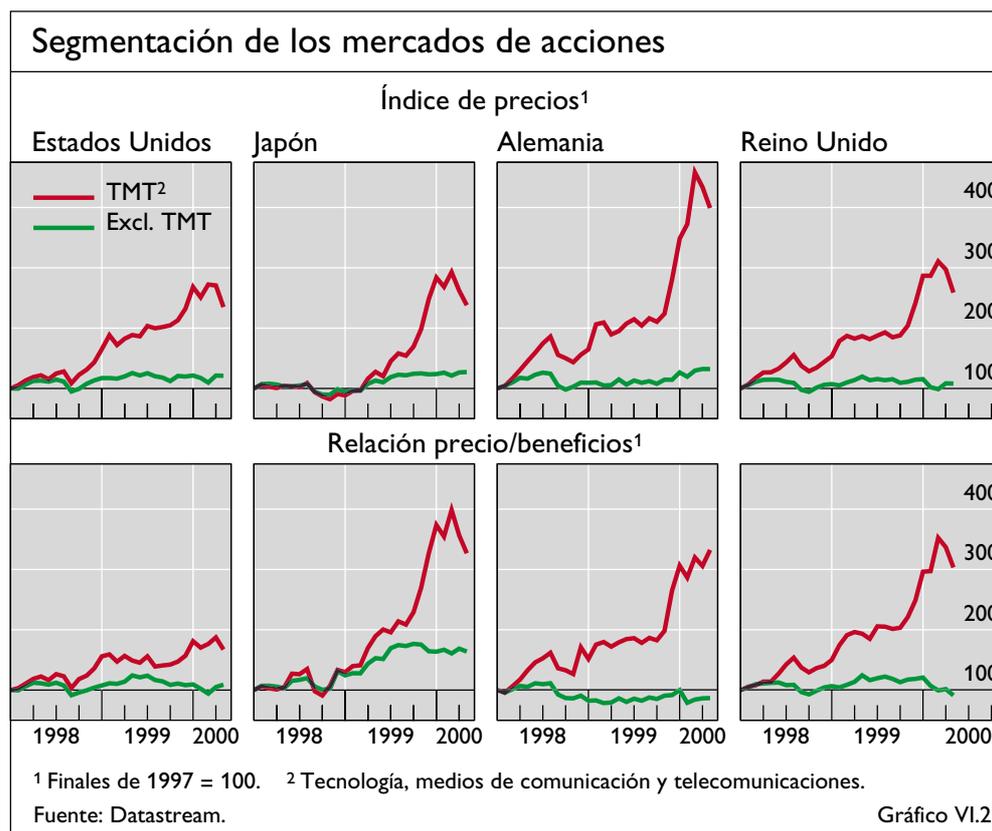
Los mercados de acciones

Pautas de comportamiento

Gracias al impulso de años anteriores, los mercados de acciones de todo el mundo alcanzaron nuevos máximos históricos en 1999 (gráfico VI.1). Las grandes ganancias fueron especialmente notables al registrarse en un momento

Nuevos máximos históricos en los mercados de valores de todo el mundo





en que estaban subiendo los tipos de interés en Estados Unidos y Europa. Incluso el mercado de valores de Tokio, que había estado débil durante varios años, se sumó a la tendencia mundial y se recuperó de las pérdidas registradas desde el comienzo de las recientes crisis financieras asiáticas. Los mercados de Brasil, Corea, México y otros países que se recuperaban de la recesión fueron de los que obtuvieron mejores resultados en todo el mundo. El ritmo mundial de avance alcanzó un máximo en el último trimestre de 1999, antes de comenzar a decaer a comienzos del año 2000.

La fuerza mostrada por los grandes índices bursátiles en 1999 oculta grandes diferencias entre el comportamiento de las acciones de la “nueva economía” y el de las acciones de la “vieja”. En Estados Unidos, por ejemplo, menos de la mitad de las empresas del índice S&P 500 obtuvo, de hecho, rendimientos positivos durante el año. En todo el mundo, las ganancias generales del mercado se debieron principalmente a las acciones de las empresas de alta tecnología y telecomunicaciones, cuyo valor casi se duplicó en Estados Unidos, el Reino Unido y Alemania y casi se triplicó en Japón (gráfico VI.2). Alemania es el país con mayor divergencia entre los precios de los valores tecnológicos y el resto, fenómeno al que contribuyó la prima relacionada con las adquisiciones de empresas de telecomunicaciones. El comportamiento de los sectores de la “vieja economía” también varió de unos países a otros. Los precios de las acciones de estos sectores cayeron en Estados Unidos y el Reino Unido, pero subieron en Alemania y Japón.

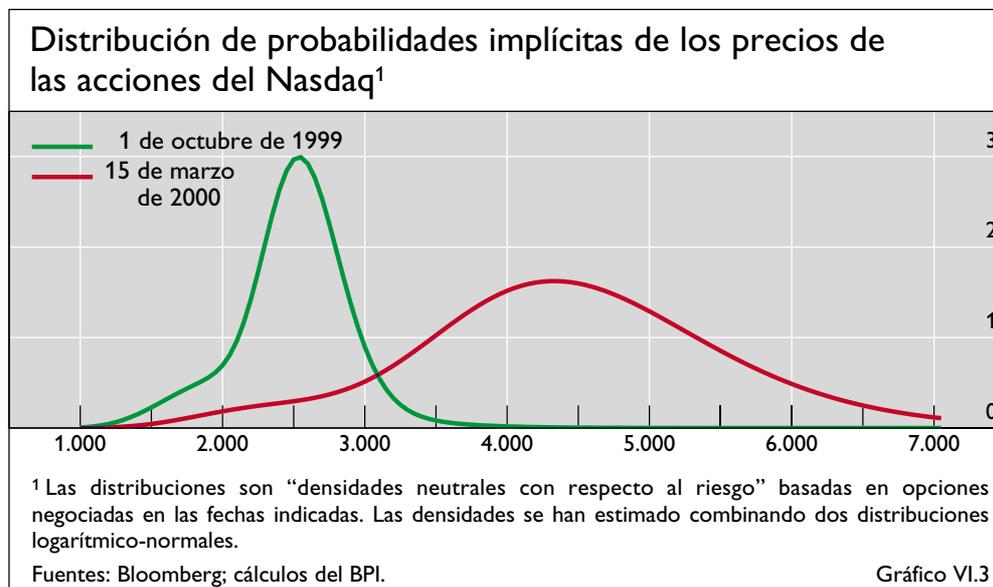
La divergencia tanto entre los mercados nacionales como entre los sectores económicos fue aún mayor durante el primer trimestre del año 2000, al aumentar espectacularmente la volatilidad del mercado. En Europa

Las ganancias del mercado se debieron a los valores tecnológicos

continental, los precios de las acciones, tras experimentar una breve caída a principios de año, reanudaron su ascenso, mientras que en Estados Unidos continuaron bajando. En Japón, el anuncio a mediados de marzo de que la economía había entrado en una recesión, con una contracción relativamente grande de la producción durante el cuarto trimestre de 1999, provocó la venta temporal de acciones japonesas. En el mercado estadounidense, los datos publicados mostraban una economía real que parecía impermeable al endurecimiento de la política monetaria y desencadenaron frecuentemente grandes fluctuaciones de los precios de un día para otro. En algunas sesiones, los valores tecnológicos subían y los otros bajaban, y lo contrario sucedía en otras sesiones. A veces, en una sola sesión la volatilidad fue superior a la registrada normalmente durante varios días. El 4 de abril, por ejemplo, el índice Nasdaq, en el que predominan los valores tecnológicos, bajó un 13% durante la sesión, pero al cierre recuperó la mayor parte del terreno perdido. Una semana más tarde, cayó otra vez, sobre todo tras el anuncio de una subida algo significativa del IPC, y perdió 1,4 billones de dólares de capitalización. Sin que apareciera ninguna nueva noticia importante, el mercado subió de nuevo a comienzos de la semana siguiente.

Forcejeo entre los valores tecnológicos y el resto de los valores

A la volatilidad de abril le precedió un aparente aumento de la incertidumbre de los operadores sobre la evolución de los precios de las acciones. Esta incertidumbre, reflejada en los precios de las opciones, pareció aumentar incluso más que la volatilidad efectivamente observada, sobre todo en el caso de los valores tecnológicos. La volatilidad prevista reflejada en los precios de las opciones negociables en el índice Nasdaq fue relativamente modesta en octubre de 1999, mes en el que los precios de los valores tecnológicos subieron, lo cual parece demostrar una cierta confianza en las valoraciones (gráfico VI.3). Sin embargo, una vez que comenzaron a decaer los precios de estas acciones durante el primer trimestre del año 2000, aumentó extraordinariamente la volatilidad implícita en los precios de las opciones. A mediados de marzo de 2000, la distribución implícita de los precios previstos indicaba que existía alrededor de un 25% de probabilidades de que se



registrara una caída del 20% como mínimo, mientras que en octubre la probabilidad era del 15%.

Volatilidad y cambios de las valoraciones

Los vaivenes de los mercados llevan a preguntarse por las valoraciones

La evolución zigzagueante de los mercados de valores suscita la pregunta de cuáles son las causas de estos cambios de las valoraciones. Dado que las acciones representan un derecho sobre el futuro reparto del valor de la empresa entre los accionistas, su precio debería reflejar la nueva información sobre sus beneficios, sobre todo sobre el ritmo al que aumentarán. También debería reflejar el rendimiento esperado de otras inversiones, como los bonos, y un rendimiento adicional inobservable que los inversionistas exigen por asumir el riesgo, la llamada prima de riesgo de las acciones.

Fluctuaciones de los precios provocadas aparentemente por muy poca información nueva

Las recientes oscilaciones de los precios a corto plazo parecen haber sido provocadas por muy poca información nueva. Este fenómeno no es en sí mismo algo excepcional, ya que históricamente los precios de las acciones han subido y bajado más de lo que pueden explicar las variaciones observadas de los beneficios. Este “exceso de volatilidad” podría deberse a una inconstancia irracional de los agentes que participan en el mercado. Las variaciones de la prima de riesgo inobservable de las acciones pueden reflejar esta conducta, si bien no está claro por qué la prima varía tanto en tan corto espacio de tiempo. Otra posible explicación de las grandes oscilaciones de los precios de las acciones se halla en el hecho de que los inversionistas poseen distinta información. Algunos pueden tener a veces información privada importante que transmiten al mercado únicamente a través de sus operaciones, por lo que son las órdenes y no la información de dominio público las que mueven el mercado.

Aunque las fluctuaciones a corto plazo de los precios de las acciones son difíciles de explicar, las variaciones a largo plazo muestran regularidades empíricas bastante coherentes con las variables económicas fundamentales. Cuando los indicadores de valoración —como la rentabilidad del dividendo y la relación precio/beneficios— se alejan mucho de su relación normal con el ciclo económico, los niveles acaban volviendo a la media histórica. Normalmente, una baja rentabilidad del dividendo o una elevada relación precio/beneficios han regresado a los niveles normales como consecuencia de un descenso de los precios más que de un aumento de los dividendos o de los beneficios.

Las perspectivas no eran favorables para las acciones ...

Desde el punto de vista histórico, a finales de marzo de 2000 las perspectivas no eran favorables para las acciones. La continua subida general de sus precios había empujado a los indicadores de valoración de los mercados bursátiles en su conjunto a niveles extremos. Por ejemplo, la rentabilidad del dividendo era en la mayoría de los mercados igual o muy cercana a los mínimos históricos (cuadro VI.1). Ciertamente es que la creciente tendencia de las empresas a repartir beneficios entre los accionistas por medio de la recompra de acciones y no mediante reparto de dividendos, contribuyó a reducir la rentabilidad del dividendo independientemente de los cambios de la disposición de los operadores a asumir riesgos. No obstante, también parece que los mercados de valores estaban sobrevalorados, a juzgar por la relación

Indicadores de valoración de los precios de las acciones ¹									
	Rentabilidad del dividendo ²				Relación precio/beneficios ³				
	Media	Mínimo		Marzo 2000	Media	Sep. 1987	Máximo		Marzo 2000
		nivel	fecha				nivel	fecha	
Estados Unidos	3,6	1,1	dic. 1999	1,2	15,6	22,3	36,4	jul. 1999	28,3
Japón	1,3	0,4	ene. 1990	0,6	38,8	69,5	85,2	feb. 2000	80,6
Alemania	2,7	1,1	feb. 2000	1,2	13,5	14,7	27,4	ene. 2000	22,8
Francia	4,0	1,6	mar. 2000	1,6	12,5	13,2	30,4	mayo 1973	26,8
Italia	2,8	1,0	mayo 1981	1,3	18,3	14,7	36,0	mar. 2000	35,6
Reino Unido	4,7	2,1	mar. 2000	2,1	13,4	15,8	28,6	ene. 2000	28,1
Canadá	3,3	1,1	mar. 2000	1,1	12,8	19,5	42,5	nov. 1999	32,8
Países Bajos	4,6	1,7	ene. 2000	1,8	11,6	14,5	31,9	ene. 2000	26,5
Suiza	2,3	0,9	mar. 1998	1,3	13,4	13,9	29,7	mar. 1998	20,1
Suecia	2,5	1,1	mar. 2000	1,1	17,8	23,6	35,6	mar. 2000	34,2
Bélgica	4,0	1,3	ene. 1999	2,0	13,3	14,0	29,2	abr. 1973	17,1

¹ Desde 1973. ² Suecia: desde 1982. ³ Italia: desde junio de 1986; Reino Unido: desde 1980; Canadá: excluido el periodo 1991-94, en el que la relación fue excepcionalmente alta debido a los muy bajos beneficios a causa de las cancelaciones (máximo en 1994: 504); Suecia: desde 1982.

Fuente: Datastream. Cuadro VI.1

precio/beneficios. Aunque estos indicadores habían bajado algo, en general, con respecto a los máximos recientes, aún eran históricamente altos e incluso superiores a los niveles observados antes de la crisis bursátil de octubre de 1987.

La diferencia de comportamiento entre las acciones de la “vieja economía” y las de la “nueva” durante el pasado año parecía indicar que la evolución de las acciones podía depender de cada sector. Aunque la relación precio/beneficios de las acciones de la “vieja economía” era inferior a la del mercado en general, los indicadores de valoración inducían a pensar que incluso estas acciones podían estar sobrevaloradas. A finales de marzo de 2000, las relaciones precio/beneficios del sector tradicional eran en Estados Unidos y el Reino Unido de 23 y 19, respectivamente, cifras muy superiores a sus medias históricas, aun cuando estos países se encontraban en una fase del ciclo económico (véase el capítulo II) asociada, al menos en el pasado, a un margen menor de crecimiento de los beneficios. Por otra parte, en Estados Unidos no parecía que las acciones de la “vieja economía” se hubieran ajustado totalmente a las subidas de los tipos de interés (gráfico VI.4).

Los indicadores tradicionales de valoración inducían a pensar que los valores tecnológicos corrían mayores riesgos aún. Las relaciones precio/beneficios de estos sectores alcanzaron máximos sin precedentes. A finales de marzo de 2000, eran de 53 en Estados Unidos y de 169 en Japón. Estas valoraciones dependen en parte del crecimiento de los beneficios, que a largo plazo debe converger con el de la economía. Por lo tanto, las diferencias de valoración dependen de con cuánta rapidez esperan los inversionistas que crecerán los beneficios a corto plazo, de lo que dure el periodo de rápido crecimiento y de la prima de riesgo de las acciones. Considerando las medias históricas del crecimiento a largo plazo y de las primas de riesgo de las acciones, parece que los inversionistas han sido muy optimistas respecto de las

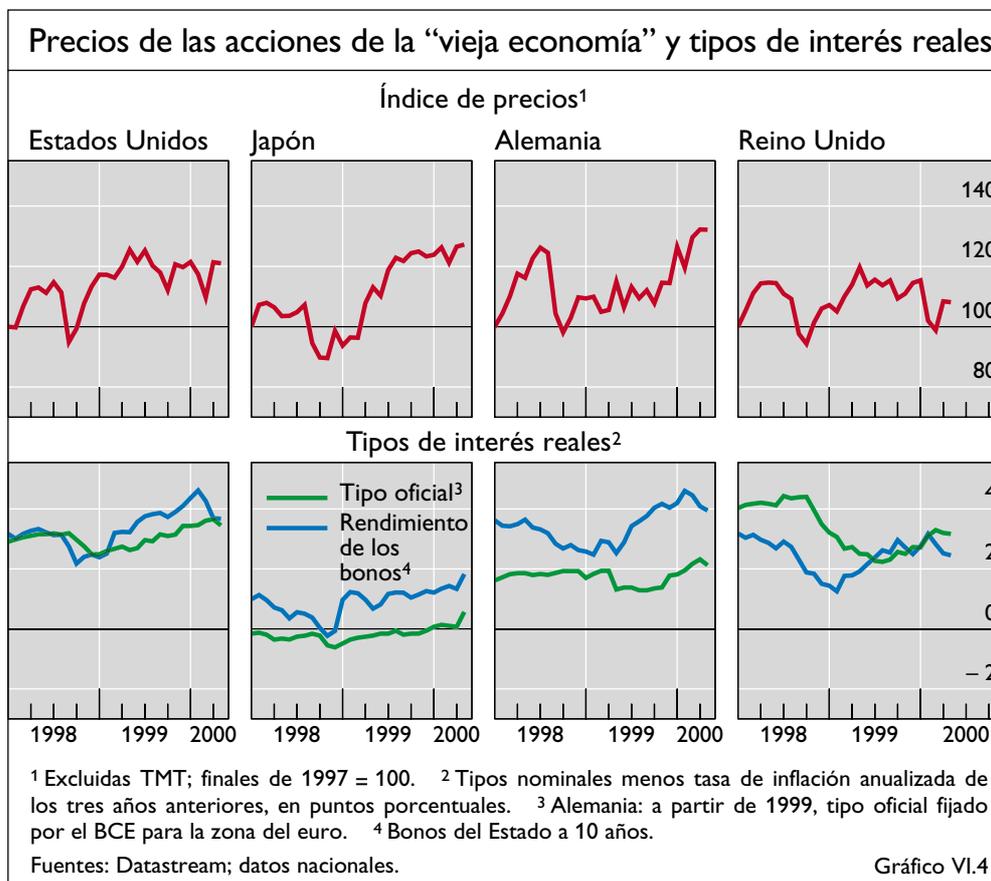
... y podían depender de cada sector

Los indicadores parecían señalar que los valores tecnológicos corrían mayores riesgos

perspectivas de crecimiento a corto plazo de las empresas de alta tecnología. A juzgar por las relaciones precio/beneficios, la tasa esperada de crecimiento de los beneficios en el sector de alta tecnología de Estados Unidos en su conjunto era del 21% al año en términos reales para la próxima década, es decir, más de cinco veces superior a la tasa real de crecimiento de la economía. Al mismo tiempo, el mercado esperaba que los beneficios reales por acción de las empresas japonesas de alta tecnología crecieran a una tasa anual media del 25% en la próxima década. Aun suponiendo que la prima de riesgo de las acciones ha descendido a cero, las tasas reales implícitas de crecimiento de los beneficios en un periodo de 10 años serían del 12% en Estados Unidos y del 16% en Japón.

Las elevadas valoraciones no se basan en el historial de los beneficios

Aunque los indicadores de valoración de muchas acciones alcanzaron niveles extraordinarios, dados los beneficios actuales, otras elevadas valoraciones parecían basarse enteramente en supuestos sobre los beneficios previstos más que en su historial. De hecho, muchas de las empresas de alta tecnología que han salido recientemente a bolsa no tenían ningún beneficio que presentar y sus supuestas tasas de crecimiento de los beneficios se basaban en conceptos de valoración nuevos y no verificados. Algunos de estos conceptos se inspiraban en relaciones como la ley de Metcalfe (Metcalfe fue el inventor de la red Ethernet, precursora de Internet), que establece que el valor de una empresa de red debe ser proporcional al *cuadrado* del número de suscriptores, ya que éste es el número de posibles conexiones. Un concepto tal podría justificar el supuesto de unos rendimientos con un aumento



espectacular, sin guardar una relación estrecha con los tipos de interés o con el nivel general de actividad económica. Parecía que las valoraciones pasaban por alto el hecho de que las empresas de red probablemente encontrarán y conectarán primero a los clientes más valiosos y, en este caso, deben mostrar inevitablemente rendimientos decrecientes. Por otra parte, conceptos como la ley de Metcalfe no pueden aplicarse a todas las empresas de Internet, como las “punto.com” dedicadas a la venta al por menor ni a todas las empresas de un mismo sector, ya que habrá necesariamente perdedores y ganadores.

Riesgos de valoración y resultados económicos potenciales

Dados los niveles históricos alcanzados por los principales mercados de valores, existen claros riesgos de que se produzca una enorme corrección en todo el mercado. El sector de alta tecnología parece especialmente vulnerable. Sin embargo, el resto de los sectores también muestra valoraciones históricamente elevadas. Aunque durante la mayor parte del primer trimestre del año 2000 los inversionistas favorecieron alternativamente a uno de los sectores frente al otro, un cambio de opinión que afectara a los valores tecnológicos podría muy bien tener repercusiones también en los demás valores. Y a menudo hace falta muy poco para que cambie la opinión. Pueden registrarse grandes órdenes de venta imprevistas y provocar nuevas ventas porque los demás inversionistas piensan que se basan en informaciones desfavorables, con independencia de que las ventas iniciales se basaran o no en información negativa. Históricamente, este fenómeno ha provocado a menudo una pérdida general de confianza y una caída imprevista de los precios.

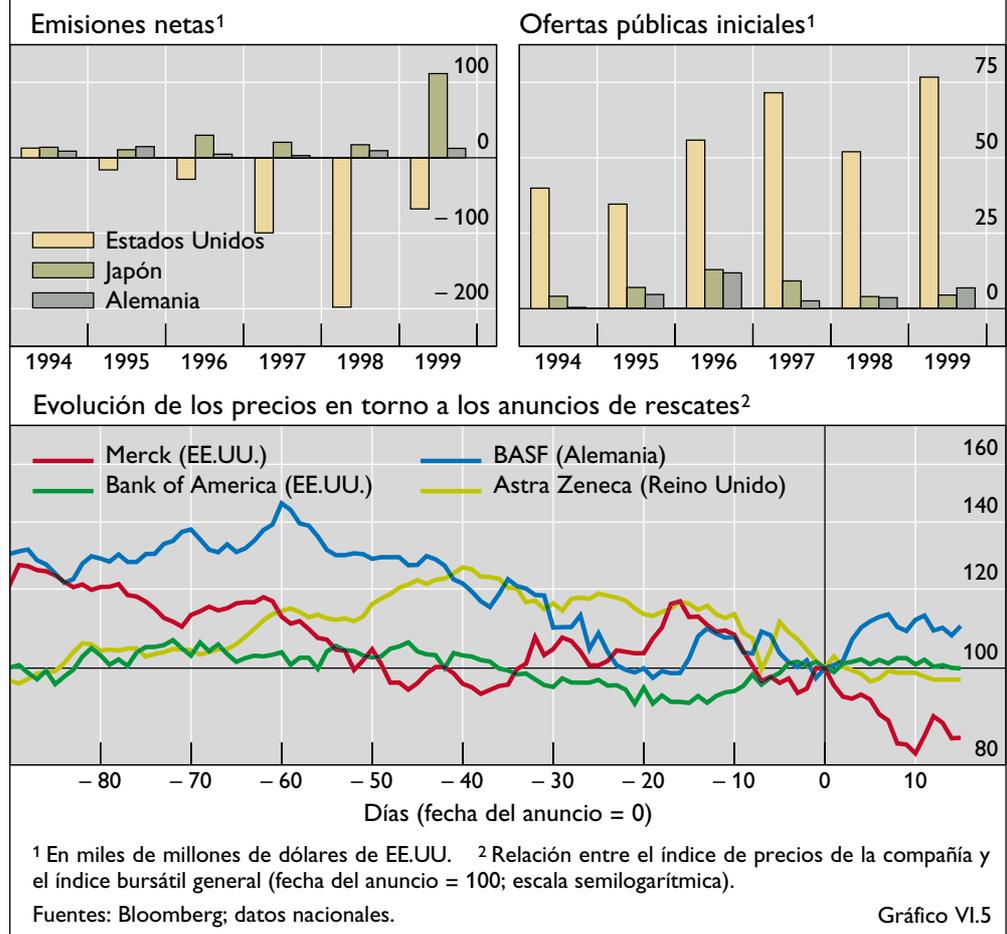
Hace falta muy poco para que se produzca un cambio de opinión

Los riesgos de sobrevaloración para la economía real no se limitan a la posibilidad de que una enorme corrección frene el consumo a través de un efecto-riqueza o reduzca la inversión a través de un aumento del costo del capital (véase el capítulo II). Toda mala asignación del capital durante un periodo de expansión implica también la necesidad de que se produzca un ajuste posterior. Las consecuencias reales de las variaciones de los precios relativos de los valores tecnológicos con respecto a los demás valores ya quedaron patentes en las considerables transferencias de capital entre los dos sectores. En 1999, los inversionistas de todo el mundo colocaron más dinero que nunca en las nuevas empresas que salieron a bolsa, la mayoría pertenecientes al sector de alta tecnología (gráfico VI.5). Al mismo tiempo, las empresas tradicionales cuyas acciones se consideraban menos dinámicas continuaron anunciando programas de recompra de acciones que devolvieron capital a los accionistas. Una sobrevaloración de las nuevas empresas de alta tecnología que salen a bolsa habría fomentado la creación de un número excesivo de empresas en este sector y el consiguiente exceso de inversión significaría una disminución de la productividad más adelante. Si se produce una gran corrección, una parte de las pérdidas de capitalización bursátil puede atribuirse, y con razón, a una revisión a la baja de la productividad esperada.

Las nuevas empresas que emiten ofertas públicas iniciales obtienen sumas históricas

En 1999, la reasignación del capital también adoptó la forma de adquisiciones transfronterizas, que afectaron a menudo a empresas de telecomunicaciones. Estas adquisiciones ayudaron a financiar los grandes desequilibrios de la cuenta corriente del mundo. Estados Unidos y los países

Emisiones de acciones y evolución de los precios en torno a la fecha de los anuncios de recompra



Las adquisiciones se financiaron con acciones en lugar del pago en efectivo

latinoamericanos, en particular, financiaron sus déficit externos recurriendo principalmente a las entradas de acciones en forma de adquisiciones extranjeras de empresas nacionales. De hecho, a veces la alta demanda extranjera de activos estadounidenses elevó el dólar a pesar de los grandes déficit. En Europa sobre todo, una oleada de fusiones y adquisiciones inundó el sector de las telecomunicaciones. Muchas de las recientes adquisiciones llevadas a cabo en todo el mundo —a diferencia de las que se realizaron a finales de los años 80— se han efectuado con acciones de la empresa compradora más que mediante pagos en efectivo. Al ser altos los precios de las acciones, las empresas de alta tecnología han podido hacerse con el control de empresas de la antigua economía y utilizar su flujo de caja interno para efectuar sus propias inversiones. Está aún por saber si esta reasignación del capital también tendrá implicaciones para el crecimiento de la productividad.

Los mercados de bonos

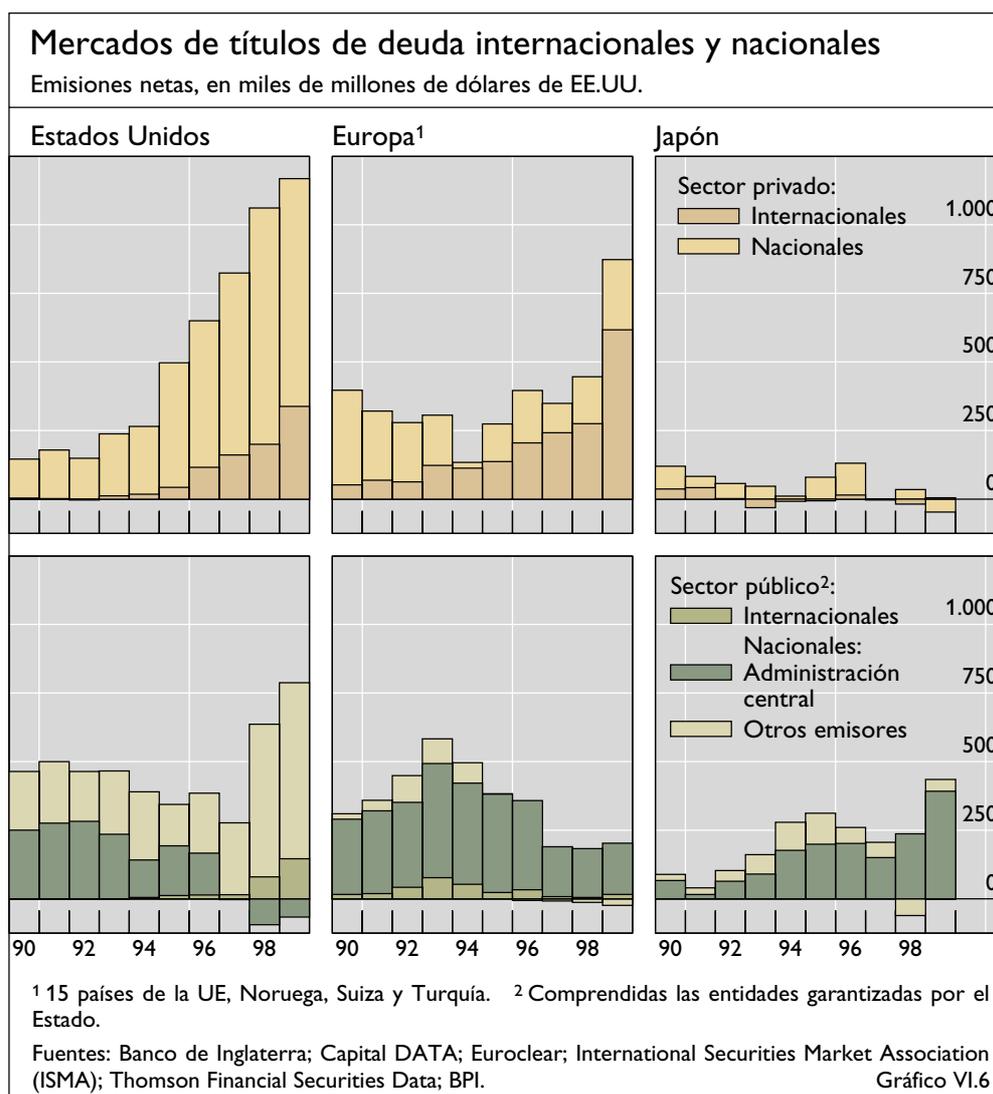
De la misma manera que los mercados de acciones facilitaron la redistribución de capital de los sectores de la “vieja” economía a los de la “nueva”, los mercados de bonos de todo el mundo adoptaron nuevas pautas de financiación

y de inversión. Cabe señalar una tendencia estructural especialmente importante, que se aceleró en el periodo examinado: los gobiernos cedieron terreno al sector privado en la emisión de bonos. Sin embargo, aunque los mercados absorbieron una cantidad sin precedentes de emisiones de deuda del sector privado, la creencia de que disminuirían las emisiones de deuda pública en Norteamérica y Europa llevó a los creadores de mercado a retirar capital y buscar otros puntos de referencia en los mercados financieros. Al mismo tiempo, las pérdidas registradas durante el otoño de 1998 pesaron mucho en los inversionistas dedicados al arbitraje. Estos factores contribuyeron a la aparición de brotes periódicos de convulsiones de varios diferenciales, haciendo borrosa la distinción entre las primas de riesgo crediticio y de liquidez.

Aumentan las emisiones de bonos del sector privado y disminuyen las del Estado

Emisiones del sector privado y diferenciales crediticios

El periodo examinado se caracterizó por una cierta reducción de los diferenciales crediticios según los indicadores tradicionales. Sin embargo, esta reducción se debió no sólo a la revisión de la solvencia, sino también a la evolución de la liquidez del mercado y a factores relacionados con la oferta,



Emisiones netas de títulos de deuda internacionales ¹							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Volumen a finales de dic. 1999
En miles de millones de dólares de EE.UU.							
Total	251,8	260,6	532,0	563,2	680,9	1.225,2	5.365,5
Instrumentos del mercado de dinero ²	4,5	18,7	39,9	14,8	9,8	68,6	260,0
Bonos y títulos ²	247,3	241,9	492,0	548,4	671,1	1.156,6	5.105,5
Países desarrollados	203,1	226,9	404,2	439,0	574,8	1.149,4	4.503,0
Estados Unidos	22,9	55,4	130,2	176,0	280,3	484,5	1.310,8
Zona del euro	126,5	132,1	177,3	172,0	210,7	494,0	1.746,5
Japón	-6,9	-3,8	17,1	-1,3	-17,4	4,1	338,3
Centros extraterritoriales	7,2	0,7	17,1	13,9	10,0	15,7	74,7
Otros países	32,5	22,0	87,7	89,1	40,1	35,5	408,0
Instituciones internacionales	8,9	11,0	23,0	21,2	56,0	24,6	379,8
Dólar de EE.UU.	64,4	68,4	259,1	331,6	410,4	546,2	2.512,2
Monedas de la zona del euro	80,6	84,2	134,5	133,9	223,6	576,2	1.561,2
Yen	85,3	79,8	85,7	33,4	-26,8	-5,8	536,8
Otras monedas	21,4	28,2	52,7	64,4	73,7	108,7	755,4
Instituciones financieras ³	134,8	167,0	342,3	355,6	369,5	659,1	2.581,4
Sector público ⁴	103,4	72,6	118,9	85,4	178,2	213,5	1.436,3
Gobierno central	50,1	37,3	53,5	31,6	45,1	40,4	459,0
Empresas	13,5	21,1	70,7	122,3	133,2	352,7	1.347,8

¹ Las emisiones internacionales comprenden todas las emisiones, salvo las de residentes en moneda nacional no destinadas a inversionistas no residentes. Bonos internacionales: datos sobre los flujos; instrumentos del mercado de dinero y títulos: variaciones de las cantidades pendientes, ajustadas por los efectos relacionados con las variaciones de los tipos de cambio.
² Excluidos los títulos emitidos por no residentes en el mercado interno. ³ Bancos comerciales y otras instituciones financieras.
⁴ Gobiernos, organismos públicos e instituciones internacionales.

Fuentes: Banco de Inglaterra; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BPI. Cuadro VI.2

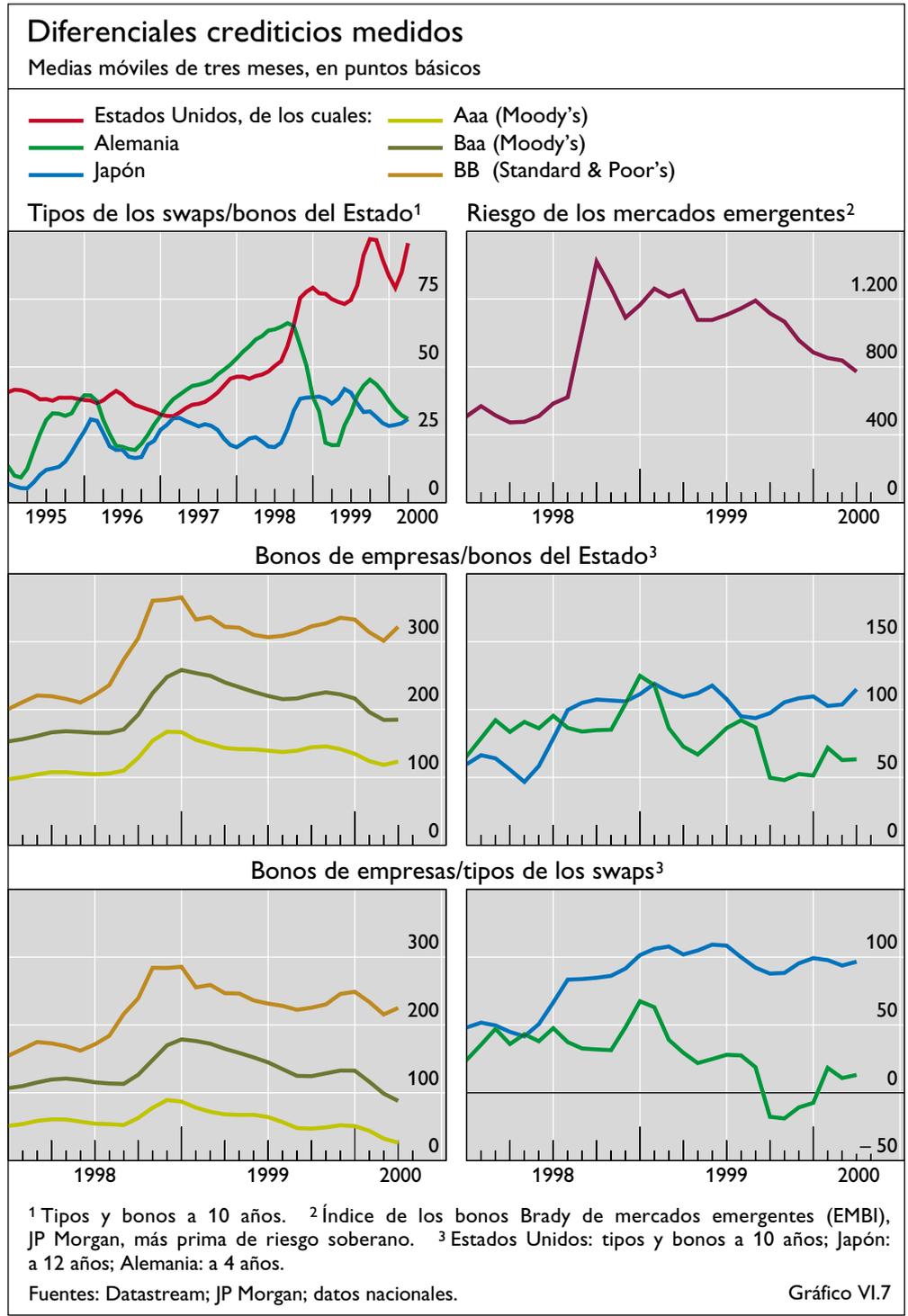
que afectaron tanto a los mercados de deuda pública como a los de swaps de tipos de interés.

El sector privado también emitió un volumen sin precedentes de deuda. Como consecuencia del ajuste fiscal, la emisión de títulos del Estado disminuyó o se mantuvo estable en la mayoría de los principales países industrializados, con la notable excepción de Japón (gráfico VI.6). Los raros casos en que aumentó, se debieron a organismos públicos independientes y a otras entidades “semipúblicas”, como las agencias de crédito inmobiliario en Estados Unidos. El sector privado respondió a la nueva disponibilidad de ahorro con un volumen de emisiones sin precedentes. Siguiendo una tendencia reciente, los mercados internacionales de deuda asumieron un papel cada vez mayor en relación con los mercados internos. Las emisiones internacionales netas del sector privado se duplicaron ampliamente (cuadro VI.2); en Europa, fueron superiores a las emisiones internas, ya que la introducción del euro animó a los prestatarios a traspasar sus fronteras nacionales para aprovechar la reserva de inversionistas potenciales en la zona del euro (véase el capítulo VII).

El auge de las emisiones del sector privado coincidió con un aumento ininterrumpido de los rendimientos nominales de los títulos del Estado. Los

El sector privado respondió con un volumen de emisiones sin precedentes

datos sobre el crecimiento, así como el alza de los precios de la energía, llevaron a las autoridades monetarias de Europa y Estados Unidos a subir los tipos oficiales para evitar las presiones inflacionarias. Durante una buena parte de 1999, la creencia del mercado de que se endurecería la política monetaria provocó un aumento de los rendimientos a largo plazo. Éstos se volvieron volátiles a principios del año 2000, al revisar los operadores el grado de endurecimiento que sería probablemente necesario para impedir la inflación y al reaccionar a diferentes perturbaciones que afectaron a la liquidez.



El efecto del aumento de los rendimientos de los títulos del Estado quedó contrarrestado, en parte, por la disminución gradual, aunque desigual, de los diferenciales de rendimiento entre los títulos privados y los públicos (gráfico VI.7). Estos diferenciales habían aumentado extraordinariamente durante la tormenta financiera del otoño de 1998, cuando los inversionistas huyeron hacia las emisiones más seguras y más líquidas, preocupados por la solvencia de los prestatarios de los mercados emergentes y de algunas instituciones financieras de los países industrializados. La contracción posterior de los diferenciales indicaba la vuelta de la confianza en la recuperación de las economías de mercado emergentes y en las perspectivas de las empresas emisoras a medida que se aceleraba el crecimiento en los países industrializados. Sin embargo, los diferenciales registrados en Estados Unidos y Alemania, incluso en los momentos en que alcanzaron los niveles más bajos, fueron superiores a los de mediados de 1998. De hecho, los diferenciales de los swaps, que reflejan la calidad generalmente alta de las contrapartes de estas operaciones, no disminuyeron en grado significativo durante 1999 y a principios del año 2000. ¿Por qué no se redujeron estos diferenciales si parecía que la situación mejoraba ininterrumpidamente y había una nueva sed de riesgo?

¿Por qué no disminuyeron aún más los diferenciales de tipos?

Influencia de los factores de liquidez en los diferenciales crediticios

Dos factores estructurales que influyen negativamente en la liquidez parecen haber contribuido a la magnitud y la inestabilidad esporádica de los diferenciales medidos. En primer lugar, la creencia de que se reduciría la emisión de deuda pública había llevado a los creadores de mercado a retirar parte del capital utilizado para asegurar la liquidez. Esta retirada parece que ya había comenzado en 1997. En segundo lugar, tras la experiencia del otoño de 1998 había aumentado la sensibilidad de los operadores al riesgo de liquidez, lo cual, a su vez, condujo a que los fondos apalancados y los departamentos de inversión se mostraran reacios a realizar operaciones de arbitraje que absorbieran las perturbaciones de la oferta o eliminaran las distorsiones de los precios relativos a lo largo de la curva de rendimientos. De hecho, es posible que algunas instituciones financieras comenzaran a tener en cuenta la liquidez en su gestión del riesgo. Como consecuencia de estos dos factores estructurales, las primas de liquidez altas y a veces volátiles han pasado a formar parte de los diferenciales de crédito medidos.

Los creadores de mercado retiran parte de su capital

La falta de operaciones de creación de mercado y de arbitraje es evidente en el aumento de la fragmentación de los mercados de bonos del Estado. El gráfico VI.8 ilustra esta fragmentación por medio de los diferenciales entre las emisiones del Tesoro antiguas (*off-the-run*) y las nuevas (*on-the-run*) y de la dispersión de los rendimientos. Estas dos variables muestran que la liquidez tendió a ser menor durante 1999 que a principios de 1998 y que, en el caso de tres de los cuatro indicadores examinados, esta tendencia se mantuvo en la primera parte del año 2000. Parece que la prima de las emisiones nuevas en Estados Unidos se ha reducido en el año 2000, lo que puede deberse a un aumento de la prima de riesgo de los bonos a 30 años, a causa de la incertidumbre sobre el papel de los bonos como punto de referencia tras la revisión de los programas de emisión del Tesoro de

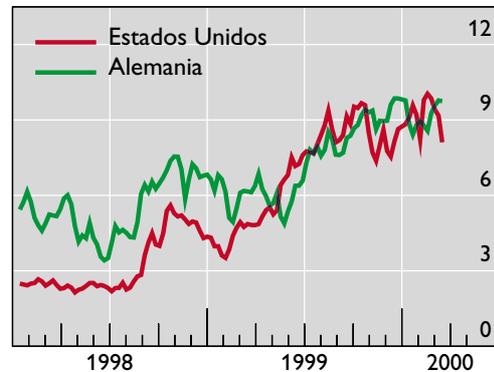
Liquidez en los mercados de bonos del Estado de Estados Unidos y Alemania

Medias semanales, en puntos básicos

Diferencial de liquidez¹



Indicador de arbitraje de la curva de rendimientos²



¹ Estados Unidos: entre los bonos del Tesoro a 30 años antiguos y los nuevos; Alemania: bono Kreditanstalt für Wiederaufbau/bono del Estado a 10 años. ² Desviación estándar de las diferencias de rendimiento entre los distintos bonos con respecto a una curva ajustada correspondiente a un bono con cupón cero.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; cálculos del BPI.

Gráfico VI.8

Estados Unidos. La dispersión de los rendimientos representada en el gráfico VI.8 tendía antes a desaparecer rápidamente, pero ahora parece haber durado más. Como consecuencia de ello, es más difícil predecir la respuesta del precio de un bono específico a la modificación general de la estructura de rendimientos según vencimientos. Este aumento del riesgo idiosincrásico ha reducido el atractivo de los títulos del Estado para las operaciones de cobertura.

Dos episodios ocurridos durante el periodo examinado demuestran el nuevo papel de la liquidez en los diferenciales crediticios medidos. Durante el verano de 1999, aumentaron vertiginosamente los diferenciales de los swaps de tipos de interés. Este fenómeno desconcertó a los observadores en ese momento, dada la buena marcha, en general, de los indicadores macroeconómicos y de los precios de los activos financieros. En la retrospectiva, parece que el aumento de los diferenciales se debió a las presiones sobre la liquidez de los instrumentos crediticios existentes, provocadas por un desequilibrio entre el volumen sin precedentes de emisiones de bonos de empresas y la pérdida temporal de interés de los inversionistas. Los emisores se vieron obligados a adelantar sus programas de emisiones en previsión de las condiciones desfavorables de liquidez que se esperaba acompañarían el cambio de año. Los inversionistas eran reacios a absorber este volumen adicional, debido a una preocupación parecida por la liquidez y quizá también a la incertidumbre sobre los tipos de interés tras el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal. Este desequilibrio llevó a los operadores al mercado de swaps, en un intento de cubrir sus cantidades excepcionales de títulos y evitar así el riesgo idiosincrásico que creían ver en los títulos del Tesoro desde el otoño de 1998. El mercado de swaps, por su parte, nunca había experimentado tal cantidad de operaciones de cobertura

Parecía que la dispersión de los rendimientos duraba ahora más

Durante el verano de 1999, aumentaron vertiginosamente los diferenciales de los swaps

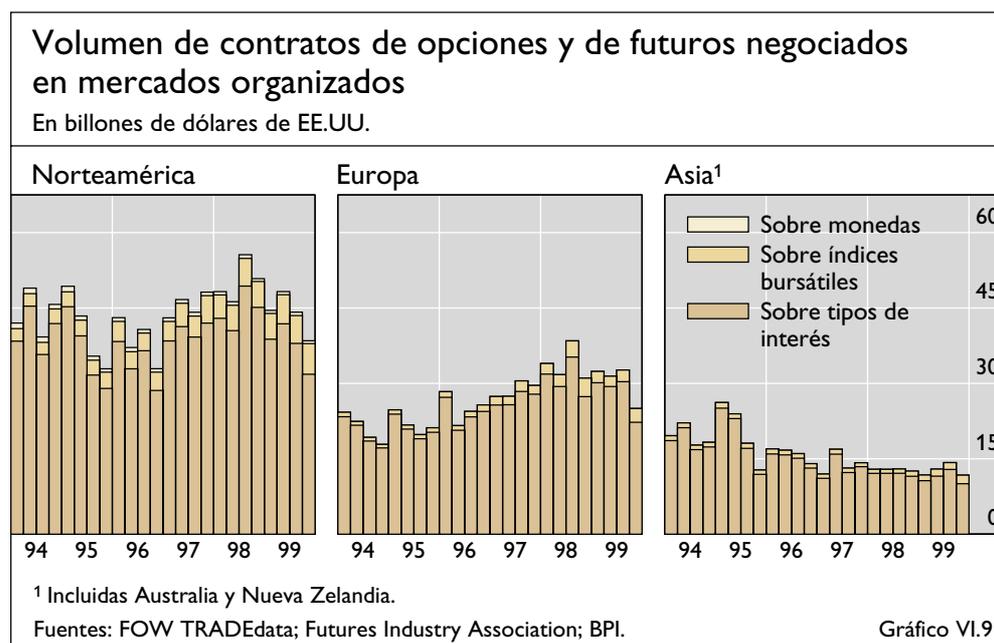
y no parecía tener la capacidad de creación de mercado necesaria para responder fácilmente a estas demandas.

El temor a que se produjeran perturbaciones en el mercado a finales de año pronto se desvaneció, sobre todo después de que los bancos centrales tomaran medidas para asegurar a los mercados de que, si fuera necesario, dispondrían de liquidez en caso de emergencia. Entre las medidas tomadas se encuentran el incremento de la variedad de títulos admitidos como garantía, el aumento de la gama de contrapartes y la provisión de nuevas líneas de crédito. Finalmente, el cambio de año se produjo sin que surgiera ningún incidente significativo en los mercados. No obstante, el grado de disminución que experimentó la actividad en los mercados financieros durante el cuarto trimestre de 1999 puede observarse en la brusca disminución del volumen de contratos de derivados negociados en los mercados organizados, especialmente de los relacionados con tipos de interés (gráfico VI.9).

Los mercados se vieron sacudidos por otro aumento de los diferenciales a partir de finales de enero de 2000. La incertidumbre sobre la estrategia de recompra de deuda del Tesoro de Estados Unidos y la creencia de que continuaría endureciéndose la política monetaria, provocaron una inversión de la curva de rendimientos en dólares estadounidenses y una nueva huida de las operaciones especulativas y de cobertura hacia el mercado de swaps. Este episodio llevó a los operadores a tratar de averiguar qué títulos podían servir de punto de referencia en sustitución de las emisiones del Tesoro de Estados Unidos (véase más adelante). La ambigüedad sobre la solvencia de una clase de candidatos posibles, a saber, las obligaciones de empresas garantizadas por el gobierno federal de Estados Unidos, como la Federal Home Loan Mortgage Corporation (“Freddie Mac”) y la Federal National Mortgage Association (“Fannie Mae”), provocó un nuevo aumento de los diferenciales en marzo de 2000. Aproximadamente en ese momento, se propuso un proyecto de ley destinado a aclarar las obligaciones del Estado en relación con la deuda de estas agencias para el próximo año.

El cambio de año se produjo sin incidentes

La ambigüedad sobre la solvencia de algunas agencias estadounidenses provocó un aumento de los diferenciales



La búsqueda de nuevos puntos de referencia

Las variaciones de la oferta relativa de deuda negociable emitida por el Estado y por el sector privado plantean algunos retos a los mercados, que se han acostumbrado a una oferta continua y muy líquida de títulos sin riesgo de incumplimiento como punto de referencia para determinar el futuro nivel de los tipos de interés y para gestionar los riesgos de mercado y crediticios. Entre estos retos se encuentran los siguientes: llegar a un consenso sobre los tipos de títulos que deben servir de referencia; fomentar la aparición de una oferta de títulos que sirvan de referencia y que abarquen suficientemente la curva de rendimientos; elaborar un mecanismo estable y transparente de fijación de los rendimientos; crear instrumentos afines como acuerdos de recompra y contratos de futuros, y formular técnicas de gestión del riesgo de mercado y crediticio adaptadas a los nuevos puntos de referencia elegidos. La búsqueda de un punto de referencia fiable para los mercados de títulos del Estado denominados en euros, analizada más detalladamente en el capítulo VII, constituye un ejemplo instructivo de las cuestiones que plantea.

La condición fundamental que debe cumplir un instrumento de referencia es, paradójicamente, que sea aceptado por el mercado como tal. El proceso mediante el cual consigue esta aceptación es muy difícil de predecir o influir desde fuera, por ejemplo mediante la reglamentación. Sin embargo, la competencia entre los prestatarios para establecer nuevos puntos de referencia de diversos grados de calidad del crédito ya ha comenzado, como lo demuestra el gran aumento experimentado el año pasado por el número de emisiones de deuda (gráfico VI.10). En Estados Unidos, las agencias de crédito inmobiliario lanzaron durante el periodo examinado varias emisiones por valor de miles de millones de dólares con vencimientos clave, en un intento de establecer puntos de referencia de la máxima calidad en dólares estadounidenses. Los candidatos a servir de punto de referencia en otros segmentos del espectro fueron las emisiones en dólares de AT&T Corp (8.000 millones) y Ford Motor Credit Co (5.000 millones) y las emisiones en euros relacionadas con adquisiciones de la alemana Mannesmann (3.000 millones), la española Repsol (3.300 millones) y la italiana Tecnost (9.400 millones).

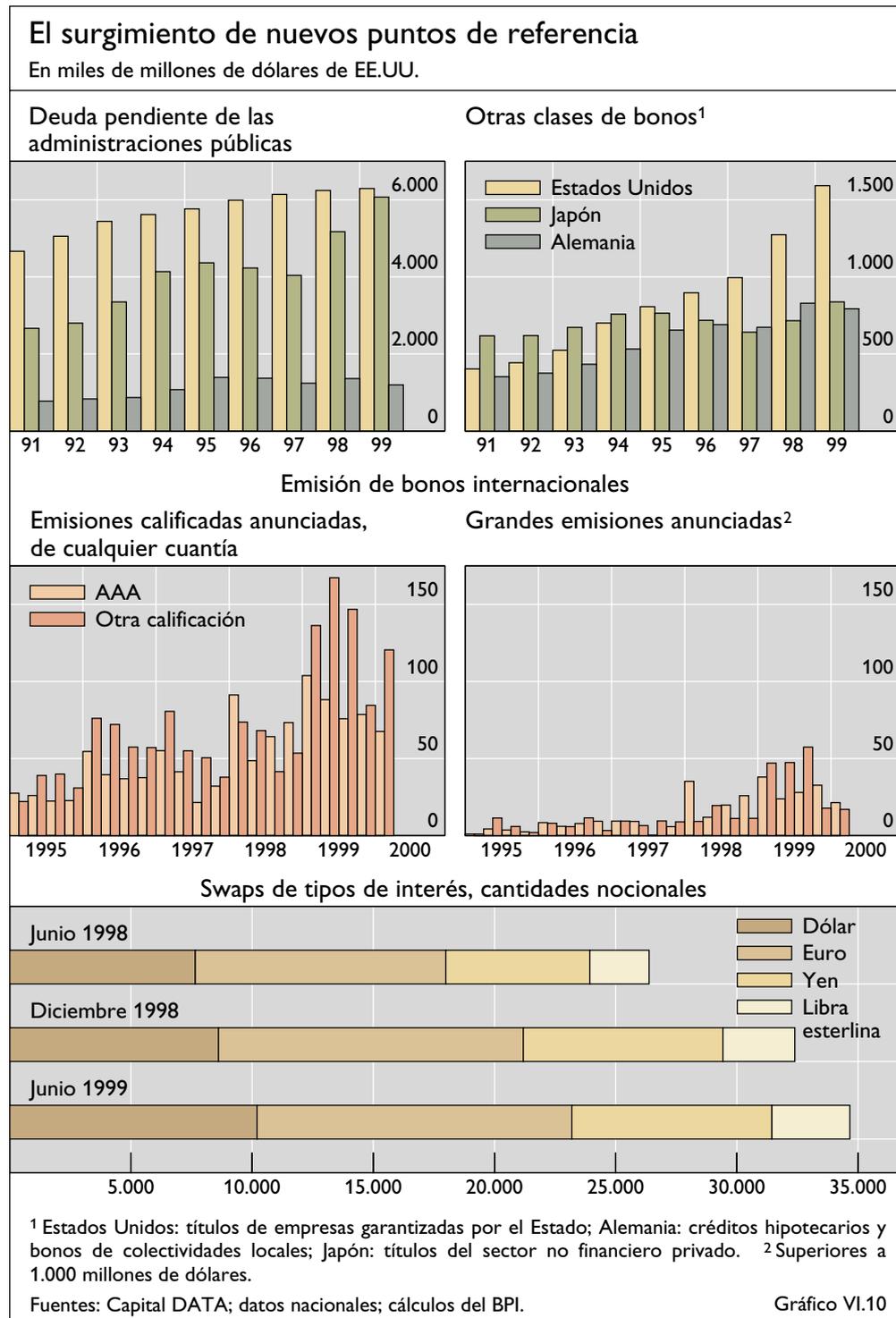
Por lo que se refiere a la oferta global, ya se ha señalado la disminución de las emisiones de títulos del Estado y la aceleración de las emisiones del sector privado. El panel central del gráfico VI.10 muestra que, coincidiendo con el aumento general de las emisiones de bonos de empresas en el mercado internacional, el número de grandes emisiones (superiores a 1.000 millones de dólares) ha aumentado vertiginosamente, sobre todo de los emisores cuya calificación es inferior a AAA. Sin embargo, aún está por ver si los distintos emisores del sector privado pueden conseguir la masa crítica necesaria de volumen de transacciones para que sus candidatos sirvan de punto de referencia. Entre los elementos que contribuyen a lograr esa masa crítica se encuentran la fungibilidad de las emisiones de vencimientos similares y la existencia de mercados de contratos de futuros, de recompra y afines. En este sentido, debe señalarse que en marzo de 2000 comenzaron a negociarse en el Chicago Board of Trade contratos de futuros y de opciones sobre títulos a 5 y

La condición clave para servir de punto de referencia es la aceptación por el mercado

Vertiginoso aumento de las grandes emisiones, especialmente de emisores cuya calificación es inferior a AAA

10 años de agencias estadounidenses. Sin embargo, en los últimos años las transacciones de derivados en los mercados organizados se han mantenido casi estancadas (gráfico VI.9), mientras que los mercados extrabursátiles (OTC) han continuado creciendo (gráfico VI.10, panel inferior), lo cual induce a pensar que la existencia de derivados OTC será otro elemento necesario de cualquier instrumento que quiera servir de referencia en el futuro.

Por lo que se refiere a la estabilidad de los rendimientos, debe señalarse que la disminución que sufrieron los de los títulos del Tesoro de Estados Unidos



a 10 años durante el primer trimestre de 2000 fue casi igual que el aumento experimentado por los diferenciales. Como consecuencia de ello, el nivel global de rendimientos de los swaps y de los títulos de las empresas mejor calificadas de ese vencimiento apenas varió, lo cual induce a pensar que los inversionistas y los prestatarios quizá ya habían comenzado a pensar hasta cierto punto en el precio total del crédito arriesgado más que en su precio en relación con un punto de referencia. Sin embargo, los rendimientos adolecerán de falta de transparencia mientras los operadores no lleguen a un sólido consenso sobre los índices adecuados para las diferentes clases de deuda del sector privado. Los episodios antes descritos muestran que incluso los rendimientos de algunas categorías de activos grandes y en expansión, como los swaps, pueden experimentar cambios de comportamiento repentinos e imprevistos.

Interés por el precio total del crédito arriesgado más que por su precio en relación con un punto de referencia

El cambio a nuevos puntos de referencia probablemente afectará no sólo a las prácticas de fijación de los rendimientos de los mercados de renta fija, sino también a muchos otros aspectos del sistema financiero. En particular, si las obligaciones del sector privado acaban desempeñando el papel que actualmente desempeñan aún los bonos del Estado, será más compleja la gestión de la exposición al riesgo de mercado y crediticio. Los operadores necesitarán desarrollar mejores técnicas para tener en cuenta el riesgo crediticio en la gestión de las operaciones de cobertura y de garantía. El rápido crecimiento del mercado de derivados crediticios ha facilitado la tarea de la cobertura y la fijación del precio del riesgo crediticio. Aunque los operadores continuarán, sin duda, desarrollando técnicas para hacer frente a estos retos, es posible que el proceso vaya acompañado de nuevos episodios de convulsión, mientras se verifican las condiciones de liquidez de los diferentes títulos que pueden servir de punto de referencia, se comprenden mejor los riesgos que entrañan y se aceptan las nuevas normas.

Esa transición a instrumentos de referencia privados plantea algunos retos a las autoridades económicas. Ante los superávits o menguantes déficit presupuestarios, los gobiernos están adoptando medidas defensivas para preservar la liquidez, sobre todo manteniendo el volumen bruto de emisiones de determinados vencimientos aun cuando esté disminuyendo el volumen neto. La cuestión de la gestión de la deuda consiste, pues, en seleccionar títulos que no sólo sean importantes como punto de referencia, sino que también tengan usos difíciles de imitar por los mercados privados. Al mismo tiempo, los bancos centrales se enfrentan a un creciente ruido en las curvas de rendimientos y los diferenciales medidos. Este ruido ensombrece la información sobre las perspectivas macroeconómicas y crediticias, y altera el mecanismo de transmisión monetaria de una manera impredecible. Por último, las autoridades necesitan prepararse para la aparición de repentinos brotes de falta de liquidez que pueden perturbar el sistema financiero.

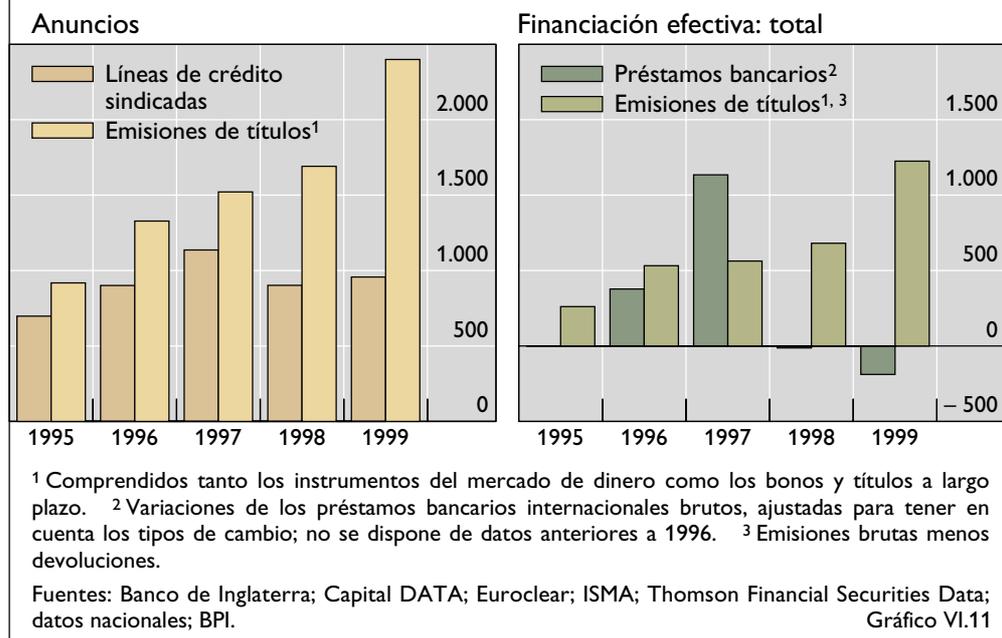
El ruido existente en las curvas de rendimientos y en los diferenciales altera el mecanismo de transmisión

El mercado bancario internacional

Mientras que la financiación por medio de títulos internacionales aumentó vertiginosamente en 1999, la financiación mediante préstamos bancarios continuó rezagada (gráfico VI.11). Parecía que a los principales bancos del

Actividad en los mercados internacionales de crédito bancario y de títulos

En miles de millones de dólares de EE.UU.



Los principales bancos vieron relegada su actividad tradicional de conceder préstamos

mundo no les quedaba más remedio que contribuir a esta evolución con grandes inversiones en títulos de deuda y dejando de lado su actividad tradicional de conceder préstamos. No obstante, la concesión de préstamos a prestatarios no bancarios de los países desarrollados comenzó a recuperarse de los bajos niveles registrados en 1998, debido sobre todo a unas cuantas grandes operaciones relacionadas con fusiones y adquisiciones. Sin embargo, los prestatarios de los mercados emergentes latinoamericanos mostraron una clara preferencia por la financiación mediante títulos frente al crédito bancario, mientras que los de Asia aceleraron su devolución de préstamos durante el segundo semestre del año. Tras un periodo de contracción en el primer semestre de 1999, el mercado interbancario entre los países desarrollados se vio inundado repentinamente de fondos y los bancos experimentaron claras dificultades para encontrar nuevos prestatarios.

Préstamos bancarios a los países industrializados

A los principales bancos del mundo les resultó más fácil participar en el auge de los mercados de títulos de deuda que buscar oportunidades en sus mercados tradicionales de préstamos internacionales. Durante 1999, sus compras netas de títulos de deuda superaron los 300.000 millones de dólares, cifra tres veces superior a la de sus préstamos netos a prestatarios no bancarios de los países desarrollados (cuadro VI.3). Los bancos impulsaron los mercados de títulos sobre todo en el primer trimestre, durante el cual realizaron alrededor de un tercio de sus compras anuales de títulos. En Japón, a lo largo del año destinaron a la compra de títulos de deuda casi 130.000 millones de dólares de las grandes devoluciones de préstamos concedidos al extranjero. En Alemania y Francia, los bancos también

Los bancos de Japón, Alemania y Francia fueron los principales inversionistas en títulos

Principales características de los derechos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI ¹								
	1998	1999	1998	1999				Volumen a finales de dic. 1999
	Año	Año	4T	1T	2T	3T	4T	
En miles de millones de dólares de EE.UU.								
Derechos sobre países desarrollados	567,3	449,9	61,2	94,2	56,8	193,9	105,0	7.562,9
Préstamos interbancarios	288,7	29,9	-16,6	- 15,4	- 82,2	123,5	4,1	4.416,7
Préstamos a prestatarios no bancarios	24,2	103,4	14,1	6,9	66,8	5,4	24,3	1.319,0
Títulos de deuda ²	254,4	316,6	63,8	102,8	72,3	65,0	76,6	1.827,3
Derechos sobre centros extraterritoriales	-178,0	-105,6	-72,5	- 68,9	- 45,0	-26,4	34,7	1.207,9
Préstamos interbancarios	-172,0	-139,3	-24,2	- 77,0	- 51,8	-47,7	37,2	858,4
Préstamos a prestatarios no bancarios	- 27,1	6,3	-50,2	2,1	0,9	12,7	-9,3	224,8
Títulos de deuda ²	21,0	27,4	2,2	6,1	5,9	8,6	6,7	124,7
Derechos sobre países en vías de desarrollo ³	- 83,0	- 71,2	-25,6	- 9,4	- 20,7	-34,6	-6,5	857,1
Préstamos interbancarios	- 63,9	- 61,6	- 8,5	- 11,3	- 19,7	-22,3	-8,3	340,5
Préstamos a prestatarios no bancarios	- 12,4	- 14,6	-12,2	2,4	- 3,6	-12,4	-1,0	389,9
Títulos de deuda ²	- 6,8	4,9	- 4,9	- 0,5	2,6	0,1	2,8	126,8
Sin asignar	- 33,9	- 20,0	-10,2	- 3,0	- 0,3	-13,4	-3,3	195,6
Total	272,4	253,1	-47,1	13,0	- 9,2	119,5	129,9	9.823,5
Préstamos interbancarios	28,1	-219,9	-55,4	-111,2	-153,5	34,7	10,1	5.684,0
Préstamos a prestatarios no bancarios	- 26,9	92,2	-58,8	- 0,7	61,5	5,0	26,4	1.966,8
Títulos de deuda ²	271,2	380,7	67,1	124,9	82,7	79,8	93,4	2.172,7
<i>Pro memoria:</i>								
Créditos sindicados ⁴	902,0	957,1	219,8	172,5	271,1	264,3	249,2	

¹ Variaciones de las cantidades pendientes, ajustadas para tener en cuenta las variaciones de los tipos de cambio. ² Cifras parcialmente estimadas. Los datos también comprenden otros activos, que representan menos del 5% del total de derechos. ³ Comprendidos los países de Europa oriental. ⁴ Nuevas líneas de crédito anunciadas. Cuadro VI.3

realizaron grandes inversiones en títulos, principalmente en bonos estadounidenses, alemanes e italianos.

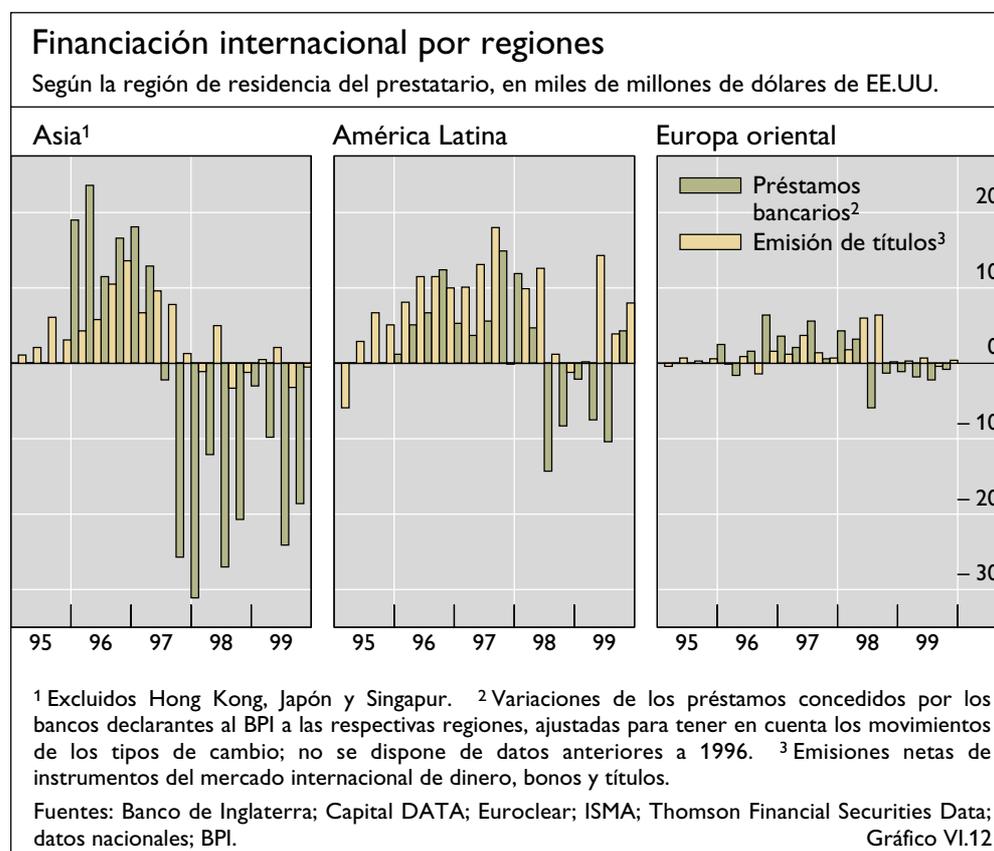
El aumento que experimentaron en 1999 los préstamos netos bancarios a prestatarios no bancarios de los países desarrollados no supuso más que la recuperación de una actividad casi desaparecida en 1998. Durante el segundo trimestre de 1999, se realizó la mayor parte de estas nuevas operaciones, en las que los bancos concedieron unos préstamos netos de 67.000 millones de dólares, cantidad equivalente a más de un 90% de las compras de títulos realizadas durante dicho trimestre. Los principales prestamistas fueron bancos de Japón y del Reino Unido, y los mayores préstamos se concedieron para ayudar a financiar fusiones y adquisiciones. La concesión de préstamos disminuyó durante el tercer trimestre, en el que los prestatarios no bancarios de Estados Unidos devolvieron 25.000 millones de dólares de sus préstamos, pero se recuperó algo en el cuarto.

Préstamos bancarios a mercados emergentes

Los prestatarios de los mercados emergentes, tras ser evitados por los bancos internacionales durante la crisis asiática de 1997 y después de la moratoria de la deuda rusa de 1998, evitaron el crédito bancario en 1999. Durante el segundo trimestre del año, a pesar de la crisis monetaria brasileña de enero, los bancos parecían estar dispuestos a conceder de nuevo préstamos importantes a los mercados emergentes. De hecho, dos compañías eléctricas brasileñas obtuvieron préstamos sindicados, a pesar de que los diferenciales de tipos eran superiores a 800 puntos básicos. Sin embargo, sólo hubo otros pocos prestatarios procedentes de los mercados emergentes. Durante el segundo trimestre, estos prestatarios, después de años pagando simplemente los intereses de sus préstamos bancarios, aceleraron de repente su devolución. En el tercer trimestre, se registró la mayor disminución de los derechos de los bancos sobre los países en vías de desarrollo desde la acusada reducción registrada en el tercer trimestre de 1998: experimentaron una disminución de 35.000 millones de dólares, es decir, casi el cuádruple de la disminución registrada en el primer trimestre. Esta aceleración en la devolución de los préstamos a los bancos, muy posterior a la contracción del crédito de 1998, parece indicar un desinterés de los prestatarios por los préstamos bancarios.

La mayor parte de las devoluciones de préstamos procedió de las economías asiáticas emergentes

Mientras que los préstamos devueltos procedieron en su mayor parte de las economías asiáticas emergentes, la tendencia a recurrir a la financiación mediante títulos en lugar de préstamos bancarios fue más evidente en América Latina (gráfico VI.12). En Asia, los superávits por cuenta corriente y las entradas



de fondos destinados a la adquisición de acciones evitaron la necesidad de recurrir a la financiación mediante el endeudamiento externo. La región devolvió 56.000 millones de dólares durante 1999 en su conjunto, de los cuales 24.000 millones correspondieron al tercer trimestre y 19.000 millones al cuarto. La mayor parte de las devoluciones procedió de China, Tailandia e Indonesia. En América Latina, los déficit por cuenta corriente exigieron alguna financiación mediante deuda externa, pero la región recurrió más a los títulos que a los préstamos bancarios. Los prestatarios latinoamericanos devolvieron una cantidad neta de 16.000 millones de dólares durante el año, de los cuales 10.000 millones correspondieron al tercer trimestre, y compensaron ampliamente los préstamos netos obtenidos durante el cuarto. Las mayores devoluciones se debieron a Brasil y México.

El mercado interbancario y los centros extraterritoriales

La retirada de grandes bancos de los centros extraterritoriales coincidió con el gran volumen de compras de títulos. En 1999, los derechos de los bancos sobre estos centros disminuyeron en 106.000 millones de dólares. La mayor parte de la disminución correspondió a Hong Kong y a Singapur y se registró durante el primer semestre. Esta retirada se debió en buena medida a una disminución de las operaciones de ida y vuelta, consistentes en salidas de fondos de bancos japoneses a bancos de Hong Kong y, en menor medida, de Singapur que volvían a prestatarios no bancarios de Japón. Estos flujos comenzaron a mediados de 1997 y continuaron hasta el tercer trimestre de 1999. Durante los tres primeros trimestres de 1999, los prestatarios no bancarios de Japón devolvieron 40.000 millones de dólares a los bancos de Hong Kong y Singapur. Éstos, a su vez, utilizaron el dinero para ayudar a cubrir retiradas de depósitos de bancos en Japón, completando así el círculo. En Japón, parece que una parte de este dinero se ha destinado a la compra de títulos.

Retirada de Hong Kong y de Singapur debida a la disminución de las operaciones de ida y vuelta con Japón

En los países desarrollados, el mercado interbancario se recuperó notablemente durante el segundo semestre. Los bancos no necesitaron prestarse mucho unos a otros mientras pudieron encontrar fácilmente nuevos prestatarios u otras oportunidades de inversión para colocar los fondos recibidos de clientes no bancarios. Esto parece que fue lo ocurrido en el primer semestre de 1999, durante el cual los préstamos bancarios disminuyeron en 98.000 millones de dólares. Sin embargo, durante el tercer trimestre los bancos recibieron una cantidad excepcional de devoluciones: 35.000 millones de dólares de los mercados emergentes y 25.000 millones de prestatarios no bancarios de Estados Unidos. Para absorber los fondos, el mercado interbancario los llevó de un banco a otro en un proceso de ajuste de cartera que provocó una expansión temporal de los balances interbancarios. Como consecuencia de ello, los préstamos interbancarios se elevaron en los países desarrollados a 124.000 millones de dólares durante el tercer trimestre, tras varios trimestres de disminución.

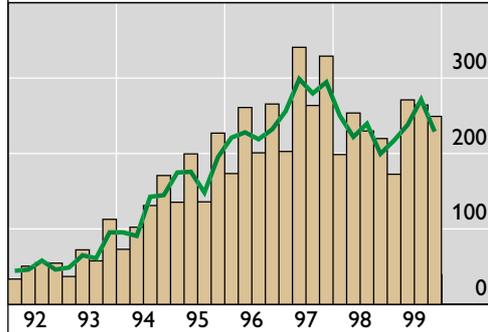
Préstamos sindicados internacionales

El mercado de préstamos sindicados aportó la mayor parte de los nuevos préstamos concedidos a prestatarios no bancarios en 1999. Durante el año,

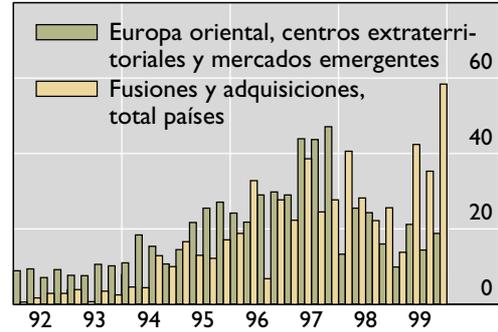
Préstamos sindicados: líneas anunciadas y beneficiarios

En miles de millones de dólares de EE.UU.

Líneas de crédito anunciadas¹



Beneficiarios



¹ La línea representa datos desestacionalizados.

Fuentes: Capital DATA; BPI.

Gráfico VI.13

Las adquisiciones explican el aumento de los préstamos sindicados

las líneas de crédito anunciadas representaron en el conjunto del mercado 957.000 millones de dólares, aumento modesto con respecto a 1998, pero aún inferior al máximo registrado en 1997 (gráfico VI.13). Se trató en gran parte de fusiones y adquisiciones, especialmente de unas cuantas grandes operaciones, entre las que se hallan una línea de crédito de 12.000 millones de dólares en tres tramos, para financiar la adquisición de la compañía estadounidense Airtouch Communications por parte de la británica Vodafone Plc durante el tercer trimestre, y otra de 8.000 millones de libras en dos tramos, para financiar la compra de la británica Orange Plc por la alemana Mannesmann AG durante el cuarto trimestre. Estas operaciones contribuyeron a que en 1999 las transacciones relacionadas con fusiones registraran un máximo histórico, llegándose a unas líneas de crédito anunciadas de 150.000 millones de dólares. En contraste con el dinamismo de la financiación de adquisiciones, los préstamos sindicados a prestatarios de mercados emergentes disminuyeron, situándose en 64.000 millones de dólares en 1999, un 23% menos que en 1998.