

VI. Mercados financieros

Aspectos más destacados

Los mercados financieros experimentaron un cambio de tendencia el año pasado. En los principales mercados de acciones del mundo, cinco años de extraordinarias subidas de los precios terminaron con el estallido de lo que, retrospectivamente, resultó ser una burbuja mundial de los precios de los activos. Los mercados que más habían subido fueron los que tendieron a sufrir bajadas más acusadas, especialmente los de valores tecnológicos. En los mercados de bonos, la reducción de los diferenciales crediticios registrada en 1999 dejó paso a una ampliación el año pasado. Estas reversiones de precios afectaron a los mercados emergentes, especialmente a los de Asia y América Latina, donde aumentaron los diferenciales de los créditos soberanos y se debilitaron los mercados de acciones. La relajación de la política monetaria de Estados Unidos llevada a cabo en los primeros meses del 2001 provocó una reducción de los diferenciales crediticios, pero sólo una recuperación transitoria de los mercados de acciones. La incertidumbre sobre la evolución de los beneficios impedía determinar si la corrección de los precios de las acciones había concluido.

Las reversiones de precios registradas en el 2000 representaron, en gran medida, una corrección de los excesos originados por el optimismo anterior sobre los beneficios de las empresas. En el sector tecnológico, el diferencial entre las subidas de los precios de las acciones y el crecimiento de los beneficios se había ampliado con el paso del tiempo. Al cambiar de signo las expectativas de los inversionistas, los diversos índices nacionales de valores tecnológicos cayeron al unísono, con independencia de las diferencias de comportamiento de los beneficios. En los mercados de crédito, las empresas de telecomunicaciones habían solicitado préstamos de considerable cuantía en un momento en el que sus perspectivas parecían favorables, pero la buena disposición mostrada por los inversionistas pronto dejó paso a un clima de preocupación por el elevado nivel de endeudamiento. Aunque la desaceleración de la economía mundial y el empeoramiento de las perspectivas de beneficios de las empresas desempeñaron sin duda alguna un papel importante en la caída de los mercados, se produjo una notoria carencia de datos concretos sobre variables fundamentales de la economía que pudieran explicar muchas de las acusadas oscilaciones de los precios.

Las ofertas de acciones y la emisión de bonos de prestatarios de alto riesgo, especialmente de empresas tecnológicas, que habían aumentado a un ritmo muy vigoroso durante el primer semestre del 2000, disminuyeron en el segundo hasta niveles moderados. Los prestatarios de alto riesgo y baja calificación recurrieron en mayor número al mercado de dinero, donde los diferenciales crediticios no alcanzaron la misma magnitud. Aun así, las empresas de alta calificación crediticia mantuvieron su actividad en los

mercados primarios. Ante la disminución de la oferta de títulos del Estado, los inversionistas que buscaban seguridad durante los periodos de empeoramiento de las condiciones crediticias recurrieron a los títulos de primera calidad, como los de Fannie Mae y Freddie Mac.

A pesar del deterioro general de las condiciones de financiación, los inversionistas en los mercados emergentes trataron de clasificar a los prestatarios potenciales según el grado de riesgo, pero parece que, entre los solventes, había pocos deseosos de solicitar financiación. Los continuos superávits por cuenta corriente limitaron la demanda de financiación externa. De hecho, debido al volumen sin precedentes de los depósitos efectuados por los países asiáticos y los países exportadores de petróleo, en el 2000, las entradas netas de capital en bancos que comunican información al BPI procedentes del grupo de países en vías de desarrollo fueron superiores a las salidas netas provocadas por las devoluciones realizadas durante las crisis financieras de 1997–99.

Un aspecto notable del reciente periodo de empeoramiento de las condiciones de financiación fue el satisfactorio funcionamiento de los mercados financieros en un contexto de grandes fluctuaciones de precios. A principios del 2000, el proceso de adaptación a la disminución de la oferta de nuevos bonos soberanos suscitó cierto grado de incertidumbre acerca de las posibles reacciones de algunos mercados de primer orden, en particular, los de bonos de Estados Unidos. Esta incertidumbre se desvaneció en el segundo semestre. Los inversionistas se encontraron cada vez más cómodos utilizando instrumentos privados, como los *swaps* de tipos de interés, para realizar operaciones de cobertura, determinar los precios y otros fines para los que con anterioridad utilizaban principalmente títulos del Estado.

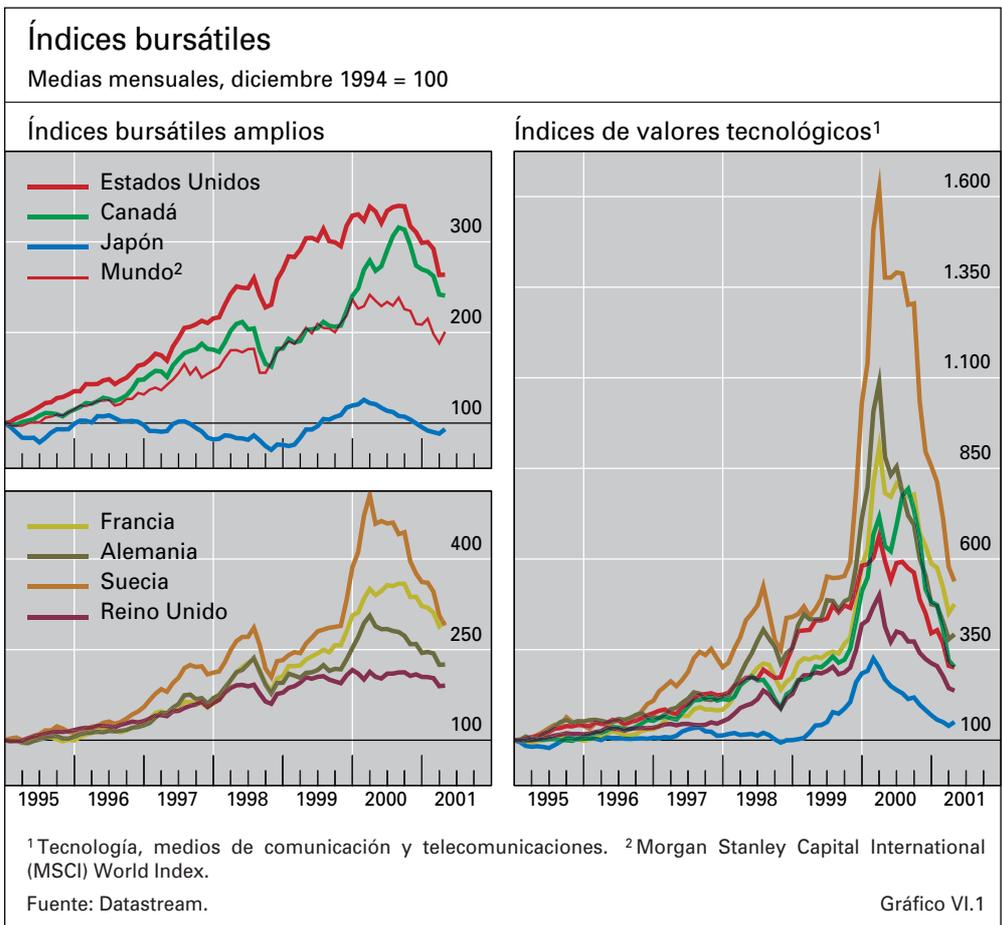
Los mercados de acciones

¿Burbujas especulativas o variables fundamentales de la economía?

Entre abril del 2000 y el primer trimestre del 2001, los precios de las acciones cayeron vertiginosamente en todo el mundo. Los mercados bursátiles habían experimentado caídas de magnitud similar en 1990, última ocasión en la que la economía mundial se sumió en una recesión. Sin embargo, las causas fueron muy diferentes en los dos periodos. En agosto y septiembre de 1990, el MSCI World Index cayó un 21%. Estas pérdidas probablemente tuvieran su origen en los fundamentos económicos, en el sentido de que se debieron principalmente a una perturbación de la oferta causada por una duplicación de los precios del petróleo tras la invasión iraquí de Kuwait. En el episodio de recesión mundial más reciente, el índice MSCI bajó un 23% entre abril del 2000 y marzo del 2001. Sin embargo, en esta ocasión parece que las pérdidas se debieron al estallido de una burbuja mundial de los precios de las acciones más que a una caída provocada en su mayor parte por acontecimientos macroeconómicos. No obstante, el cambio de la situación macroeconómica indudablemente determinó el momento en que cayeron los precios, así como la magnitud de la caída.

Los mercados de acciones cayeron en el 2000, al igual que en 1990 ...

... pero por diferentes razones



El hecho de que diversos mercados experimentaran un prolongado periodo de extraordinarias subidas de los precios, seguido de una reversión casi simultánea de éstas, respalda la hipótesis de la existencia de una burbuja bursátil a escala mundial (gráfico VI.1). Esta coincidencia de las fluctuaciones de los precios se produjo a pesar de que los fundamentos macroeconómicos eran en alguna medida divergentes. Durante el quinquenio que terminó en marzo del 2000, el índice S&P 500 se triplicó. El mercado de Estocolmo obtuvo las ganancias más espectaculares, con un índice que casi se multiplicó por cinco durante dicho periodo. Los mercados de París, Amsterdam, Fráncfort y Toronto no le fueron a la zaga, registrando alzas entre un 150% y un 250%. Parece que las subidas de los precios se debieron en gran medida a un proceso en el que el optimismo y el comportamiento gregario de los inversionistas se reforzaron mutuamente. En los niveles más altos alcanzados en marzo, las valoraciones de las acciones estadounidenses eran, por término medio, 33 veces superiores a los beneficios medios por acción de los doce últimos meses, lo que constituye una relación precio/beneficios sin precedentes. Los precios comenzaron a bajar en todos estos grandes mercados durante la primavera del 2000 y los mayores descensos afectaron por lo general a los que más habían subido.

El patrón de subida y posterior bajada de los precios se manifestó sobre todo en el caso de los valores tecnológicos. Durante la prolongada fase de alza de los precios de estos valores, los analistas habían justificado las

Extraordinaria subida de los precios ...

... seguida de una repentina bajada

En el caso de los valores tecnológicos, los beneficios no aumentaron tanto como los precios

elevadas valoraciones con la previsión de que el crecimiento de los beneficios se aceleraría. Algunos observadores habían afirmado, por su parte, que el sector tecnológico era en gran medida inmune a una desaceleración económica o a una subida de los tipos de interés. Sin embargo, estas predicciones resultaron infundadas. En realidad, los beneficios nunca crecieron al mismo ritmo que los precios, por lo que las relaciones precio/beneficios continuaron incrementándose. En el sector tecnológico de Estados Unidos, los precios de las acciones subieron durante cinco años a una velocidad casi cinco veces superior a la de los beneficios (cuadro VI.1). El desfase entre las subidas de los precios y el crecimiento de los beneficios fue incluso mayor en el caso de los valores tecnológicos de los países europeos. En el Reino Unido, los precios de los valores tecnológicos subieron incluso cuando cayeron los beneficios. Es más, los precios comenzaron a bajar tras un periodo de elevación de los tipos de interés y cuando el crecimiento de los beneficios del sector tecnológico disminuyó ante los primeros indicios de desaceleración económica. Las relaciones precio/beneficios disminuyeron, pero, como suele ocurrir, debido a la caída de los precios de las acciones más que a un aumento de los beneficios.

Una característica destacable de las caídas de los precios de los valores tecnológicos fue la coincidencia entre el momento en que se produjeron y su magnitud. La mayoría de las caídas comenzaron en marzo o en abril del 2000 y, en general, en marzo de 2001 eran de entre el 50% y el 70%, a pesar de las notables diferencias entre las tasas de crecimiento de los beneficios de los distintos países (cuadro VI.1). Esta marcada sincronía de las fluctuaciones de los precios no puede atribuirse enteramente a similitudes sustanciales de las circunstancias en las que se encontraban los sectores tecnológicos en los distintos países, sino, posiblemente, al elevado grado de incertidumbre sobre las valoraciones, que quizá llevara a los inversionistas a buscar anclajes cuantitativos en otros mercados bursátiles. Parece que el principal anclaje fue el índice Nasdaq, el más citado en el caso de los valores tecnológicos. Por lo tanto, sin apenas otras razones que un debilitamiento general del crecimiento

La incertidumbre hizo del Nasdaq un índice de referencia

Acciones de empresas del sector de tecnología: relación precio/beneficios, variaciones de los precios y crecimiento de los beneficios							
	Relación precio/beneficios			Variaciones porcentuales			
	Marzo 1995	Marzo 2000	Marzo 2001	Marzo 1995-marzo 2000		Marzo 2000-marzo 2001	
				Precios	Beneficios	Precios	Beneficios
Suecia	34,5	120,8	19,1	1.217	276	- 65	124
Alemania	16,9	63,3	30,4	909	169	- 64	- 24
Francia	11,3	63,8	21,0	804	60	- 49	55
Italia	12,8	56,0	26,1	732	90	- 44	19
Países Bajos	14,7	64,6	33,0	654	71	- 58	- 18
Canadá	20,4	59,0	14,7	586	137	- 53	88
Estados Unidos	19,2	53,2	24,7	509	120	- 55	- 2
Reino Unido	15,4	72,1	36,0	352	- 3	- 49	2
Japón	57,3	169,3	89,3	254	20	- 55	- 15

Fuentes: Datastream; cálculos del BPI. Cuadro VI.1

de los beneficios, la mayoría de los índices de valores tecnológicos cayeron conjuntamente con el Nasdaq.

Este proceso de anclaje ayuda a explicar la razón por la que los mercados europeos de acciones siguieron a los estadounidenses en su descenso durante el 2000, a pesar de que los fundamentos macroeconómicos eran en cierto modo divergentes. Es cierto que el elevado número de fusiones y adquisiciones transatlánticas realizadas por empresas europeas en los últimos años estableció una conexión entre los beneficios de las empresas europeas y la situación económica de Estados Unidos. No obstante, las correlaciones entre los rendimientos de los mercados europeos y los estadounidenses fueron mayores de lo que podría explicarse atendiendo únicamente a los fundamentos económicos.

Información y precios de las acciones

La reciente caída de los mercados bursátiles no fue instantánea sino que se prolongó durante varios meses, produciéndose la mayor parte del descenso en dos fases. La primera se extiende desde abril hasta mayo del 2000, mientras que la segunda comenzó en septiembre del 2000 y prosiguió, con un breve intervalo en enero, hasta el primer trimestre del 2001. En ambos casos, los operadores de todo el mundo centraron su atención en los datos que, a su juicio, podían influir en la política monetaria de Estados Unidos y, sobre todo, en la repercusión de dichos datos en el índice Nasdaq. Sin embargo, los dos episodios fueron muy distintos en lo que se refiere a la influencia de la información pública sobre las fluctuaciones diarias específicas de los precios.

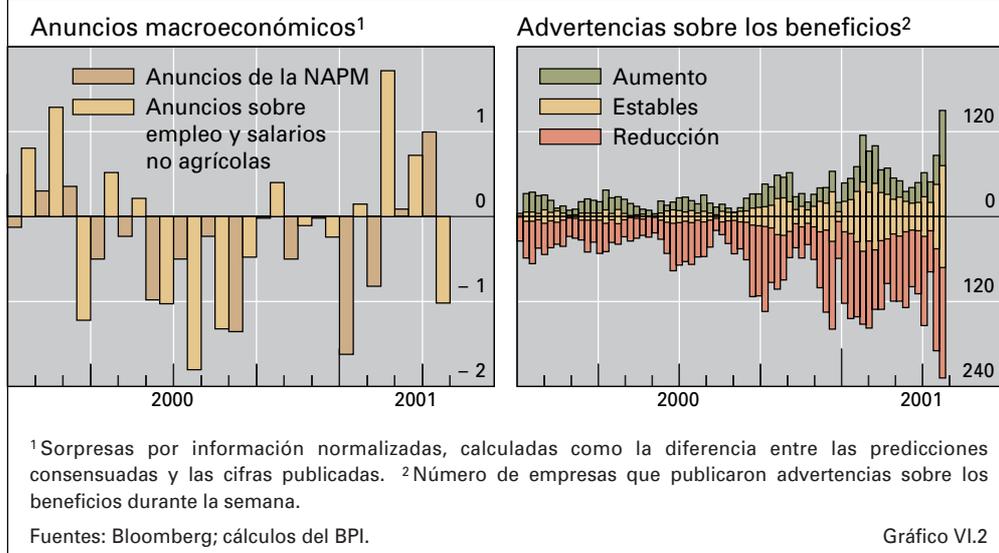
El aspecto más notable de la primera fase de bajada de los precios fue la ausencia de nueva información constatable y significativa que pudiera explicar el repentino desplome de los precios. En este sentido, fue similar a las caídas mundiales de octubre de 1929 y octubre de 1987. Durante los primeros meses del 2000, los datos macroeconómicos más vigilados, como la cifra de empleo no agrícola de Estados Unidos, indicaban que la economía seguía en buena forma (gráfico VI.2). Esta circunstancia suscitó interrogantes sobre el grado en que se endurecería la política monetaria, lo que, unido al creciente nerviosismo de los mercados en relación con las valoraciones, resultó en un aumento de la volatilidad. No obstante, el sector tecnológico en su conjunto no inició su descenso hasta principios de abril del 2000, inducido únicamente, al parecer, por un cambio de opinión de los inversionistas. Una excepción fue el 14 de abril, día en que el índice Nasdaq cayó un 10% tras la publicación de los datos sobre los precios de consumo. Sin embargo, el mercado se recuperó en el transcurso de una semana, incluso en ausencia de nuevos datos macroeconómicos. En conjunto, el índice Nasdaq bajó casi un 20% en abril y en mayo, arrastrado, aparentemente, por un aumento del pesimismo de los inversionistas ante la ausencia de noticias económicas favorables.

En el caso de la segunda fase de descenso de los precios, resulta más fácil identificar la información que influyó en los mercados. Esta fase comenzó en septiembre, cuando un creciente número de empresas cotizadas en Estados Unidos comenzó a advertir de que los beneficios serían inferiores a

Ausencia de noticias que expliquen las caídas de los precios

Las advertencias sobre los beneficios pesaron mucho en los mercados

Estados Unidos: efectos de la nueva información



las estimaciones realizadas por los analistas. Los meses siguientes se caracterizaron por la aparición de datos macroeconómicos cada vez más desfavorables en Estados Unidos y culminaron con la publicación, el 2 de enero de 2001, de un estudio de la National Association of Purchasing Management (NAPM), según el cual la economía estaba desacelerándose a mayor velocidad de la prevista inicialmente. A medida que aumentaba el número de empresas que revisaba a la baja sus previsiones de beneficios, los inversionistas comenzaron a percibir la relación entre los beneficios de las distintas empresas y los resultados de la economía en general; tanto los índices específicos de valores tecnológicos como los de otros mercados cayeron ostensible. El índice Nasdaq bajó un 42% entre septiembre y finales de año, mientras que el MSCI cayó un 13%. Los mercados comenzaron a recuperarse el 3 de enero de 2001, fecha en que la Reserva Federal de Estados Unidos sorprendió a los operadores con una reducción de su tipo oficial de 50 puntos básicos. El índice Nasdaq recuperó un 14%, su mayor subida en un solo día. No obstante, la recuperación fue temporal, a pesar de los recortes posteriores del tipo oficial. Debido a la gran atención prestada por los mercados a las advertencias sobre los beneficios, los precios de las acciones reanudaron su descenso en febrero y en marzo.

Los inversionistas siguen mostrándose optimistas

En abril del 2001, una noticia aparentemente de poca trascendencia trajo consigo una recuperación durante dos semanas que puso de manifiesto el optimismo subyacente sobre las perspectivas de beneficios empresariales. A principios de mes, el anuncio de un importante fabricante de ordenadores personales de que había obtenido unos beneficios acordes con las estimaciones provocó una subida del Nasdaq del 9% y del S&P 500 superior al 4% en una sola sesión. Días más tarde, una reducción inesperada del tipo oficial de la Reserva Federal reforzó esta recuperación. Después de dos semanas, el Nasdaq había subido un 33% y el S&P 500 un 14%. Las subidas de los precios elevaron las valoraciones de las empresas del S&P 500 a 27 veces los beneficios de los últimos meses, lo que constituye una relación

precio/beneficios de casi el doble de la media histórica. El optimismo fue incluso mayor en el caso de los valores del Nasdaq, en el que la relación precio/beneficios fue seis veces a la del S&P 500.

La bolsa de Tokio y los bancos japoneses

De los principales mercados de acciones del mundo, la excepción más notable a la tendencia quinquenal de subida de los precios fue Tokio. Este mercado se mantuvo estancado hasta 1998 (gráfico VI.1) y no se sumó a la tendencia mundial hasta 1999. Al igual que otros grandes mercados, se vio reforzado por el auge del sector tecnológico e impulsado notablemente por la evolución del sector bancario. En 1999, los operadores interpretaron la iniciativa del gobierno japonés de inyectar 7,5 billones de yenes en quince grandes bancos como una señal de un serio intento de reforzar el frágil sistema bancario. Esta iniciativa impresionó favorablemente a los inversionistas extranjeros, como lo demuestran las significativas entradas de inversión de cartera procedentes del extranjero. Las grandes fusiones bancarias reforzaron la dinámica del mercado.

Los acontecimientos ocurridos en el sector bancario ...

El mercado de Tokio reinició su descenso en el 2000, adelantándose a otros mercados. A principios de año, no se disponía de información constatable que pudiera explicar la caída de los precios, al igual que tampoco la hubo más adelante, durante la primera fase de caídas del mercado estadounidense. La influencia de este mercado no se dejó sentir hasta mayo, momento en el que los precios de los valores tecnológicos del mercado japonés cayeron vertiginosamente al mismo tiempo que el índice Nasdaq, y los inversionistas extranjeros comenzaron a vender. Durante el verano, pareció que las estimaciones de la Agencia de Servicios Financieros sobre los préstamos en mora de los bancos japoneses pesaron mucho en el mercado. En octubre, las presiones para vender se intensificaron con la quiebra de Chiyoda Seimei, compañía de seguros de vida, y la continua bajada del índice Nasdaq. La debilidad del mercado de Tokio incrementó las dificultades de los bancos japoneses para obtener fondos vendiendo sus participaciones cruzadas y para obtener suficientes beneficios que les permitiera absorber las amortizaciones de préstamos en mora. A principios del 2001, el gobierno japonés comenzó a considerar la posibilidad de comprar esas acciones a los bancos con el fin de no retrasar la reducción deseada de participaciones cruzadas. La vuelta *de facto* a la política de tipo oficial cero en marzo y la elección del Primer Ministro Koizumi en abril dieron nuevos bríos al mercado.

... constituyeron un factor importante en el mercado de Tokio

Consecuencias para la economía real

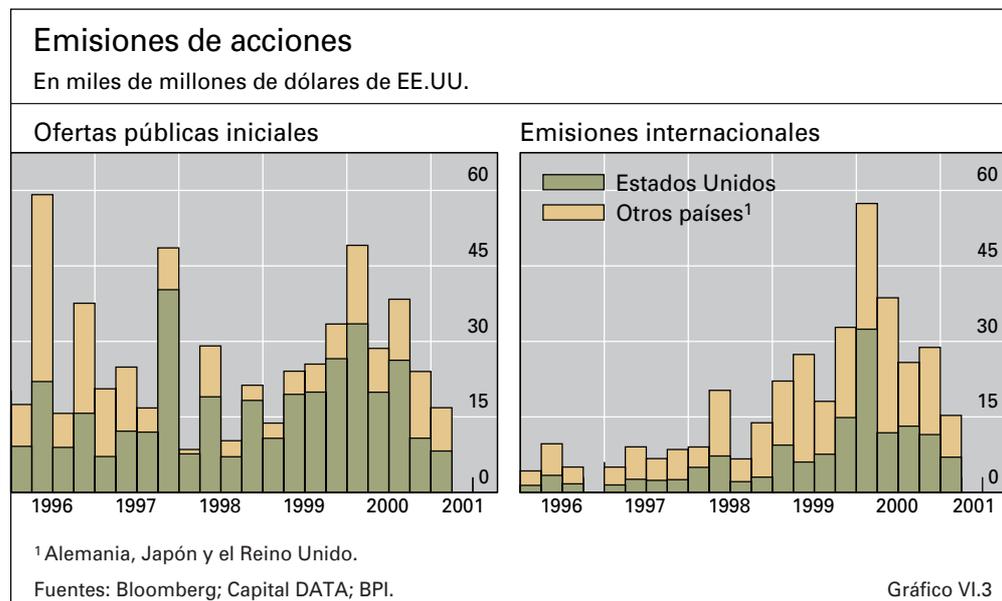
El estallido de la burbuja mundial de los valores tecnológicos ya ha tenido consecuencias palpables para la economía real. En particular, su repercusión en la inversión se dejó sentir inmediatamente en el costo del capital. Las nuevas empresas tecnológicas, que habían recurrido en gran medida a las ofertas públicas iniciales para obtener capital, resultaron especialmente afectadas. La recaudación bruta de las ofertas públicas iniciales disminuyó en Estados Unidos, Japón, Alemania y el Reino Unido, pasando de un nivel casi histórico de 49.000 millones de dólares en el primer trimestre del 2000

Repercusión ya evidente en la inversión

a 29.000 millones en el segundo y registró un descenso adicional en el primer trimestre del 2001 (gráfico VI.3). Los anuncios de emisiones internacionales de acciones por parte de empresas estadounidenses disminuyeron proporcionalmente aún más, aunque las emisiones de las empresas de otros países continuaron siendo elevadas durante un trimestre más. Algunas empresas de nueva creación aprovecharon la modesta recuperación experimentada por los precios de las acciones durante el verano, lo que aumentó temporalmente la actividad en el mercado de ofertas públicas iniciales.

La caída del mercado de valores también ha tenido consecuencias para las rentas y los flujos de fondos declarados por las empresas estadounidenses, a través de sus planes de pensiones de prestaciones definidas y las ofertas de opciones de compra de acciones. En 1998 y 1999, los beneficios habían aumentado debido a que las ganancias obtenidas en el mercado de valores habían provocado un exceso de financiación de los planes de prestaciones definidas, que las empresas pudieron declarar como renta. La caída del mercado registrada en el 2000 privó a muchas empresas de esa renta, y las nuevas caídas podrían traducirse en un déficit de financiación de los planes de pensiones que vendría a sumarse a los gastos. Al mismo tiempo, las empresas tecnológicas habían tendido cada vez más a ofrecer a sus asalariados opciones para la compra de acciones en concepto de remuneración. En Estados Unidos, el ejercicio de estas opciones permitió a las empresas reducir sus impuestos y aumentar así sus flujos de caja, con el único costo de diluir el valor de las acciones de los accionistas existentes. En algunas de las mayores empresas tecnológicas, estas ventajas fiscales llegaron a representar el 60% del flujo de caja generado por sus operaciones. Sin embargo, teniendo en cuenta su actual nivel de precios, no se ejercerá un considerable número de opciones para la compra de acciones. Ahora, estas empresas se encuentran con mayores deudas tributarias, en un momento en que sus ventas disminuyen y sus costos de existencias aumentan.

Las opciones para la compra de acciones permitieron a las empresas reducir sus impuestos



Confianza de los consumidores, desempleo y mercado bursátil			
	Efecto estimado ¹		
	1992-94	1995-97	1998-2001
Rendimientos del Nasdaq Tasa de desempleo de EE.UU.	Confianza de los consumidores de Estados Unidos		
	- 0,081	0,181	0,133*
	- 0,715*	- 0,482	- 0,379
Rendimientos del CAC 40 Tasa de desempleo de Francia	Confianza de los consumidores de Francia ²		
	0,009	- 0,134	0,037
	- 0,184*	0,125*	- 0,191

¹ Suma de los coeficientes de regresión de los rendimientos de las acciones de los dos trimestres previos y de las tasas de desempleo de los dos meses previos, respectivamente. Un asterisco indica un nivel de significación del 1% del test de Wald (ji-cuadrado) de la significación conjunta de los coeficientes. ² Basada en el indicador de la Unión Europea para Francia.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro VI.2

El efecto sobre la confianza de los consumidores puede tener repercusiones de mayor transcendencia. Aunque el efecto riqueza de los precios de las acciones sobre el consumo puede depender del tipo de acciones que posean los hogares y, por lo tanto, del comportamiento de los índices generales de precios, parece ser que las recientes variaciones del nivel de confianza de los consumidores estadounidenses han obedecido principalmente a las fluctuaciones del Nasdaq, índice relativamente limitado. Como muestra el cuadro VI.2, en Estados Unidos durante la mayor parte de los noventa y en Francia a principios de esa década, la confianza de los consumidores tendió a evolucionar de acuerdo con la tasa de desempleo más que con la rentabilidad de las acciones. Sin embargo, desde 1998, la evolución del Nasdaq ha influido en la confianza de los consumidores estadounidenses en mayor medida que la tasa de desempleo. Aunque los valores incluidos en el Nasdaq no constituyan una parte importante de la cartera de los hogares, es posible que sus precios hayan pasado a considerarse un indicador adelantado de la productividad de la economía, por lo que pueden influir desproporcionadamente en las decisiones de gasto de los consumidores.

El Nasdaq influye en la confianza de los consumidores

Los mercados de bonos

Durante el 2000, los mercados de bonos, al igual que los de acciones, sufrieron los efectos de una revisión a la baja de las predicciones sobre los beneficios de las empresas y de una creciente aversión de los inversionistas al riesgo. Se produjo un aumento de los diferenciales crediticios de una amplia gama de instrumentos y la emisión neta de títulos de deuda a largo plazo disminuyó con respecto a los niveles históricos de 1999. Durante el primer semestre, la amplitud de los diferenciales y el aumento del nivel general de los tipos de interés a largo plazo no disuadieron a los prestatarios, especialmente a las empresas de telecomunicaciones, de sus intentos de obtener dinero en el mercado de bonos. Durante el segundo semestre, sin embargo, los emisores con calificaciones más bajas se enfrentaron a

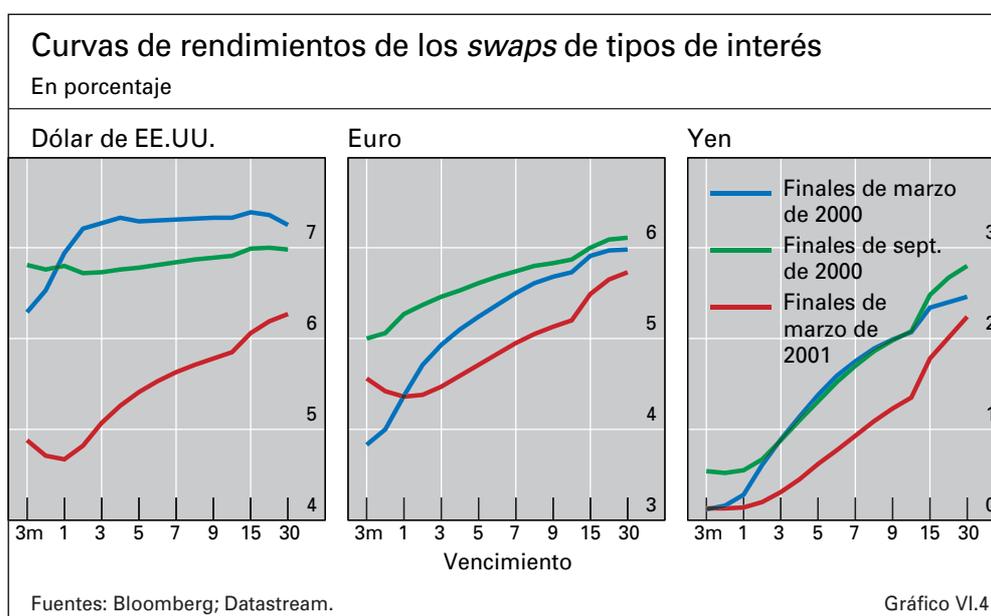
crecientes dificultades para obtener financiación en el mercado a largo plazo, por lo que muchos recurrieron a los bancos. No parece que los emisores mejor calificados encontrarán las mismas dificultades. En realidad, la disminución de la oferta de deuda pública estadounidense indujo a algunos de ellos ofrecer en sustitución sus propios títulos como garantía, para operaciones de cobertura y como referencia de precios. En el primer trimestre del 2001, la reducción de los diferenciales crediticios y la caída general de los tipos de interés llevaron a los emisores peor calificados a volver a los mercados mundiales de capitales.

La fijación del precio del riesgo crediticio y la respuesta de los prestatarios

Tres fases de
revisión del precio
del riesgo crediticio

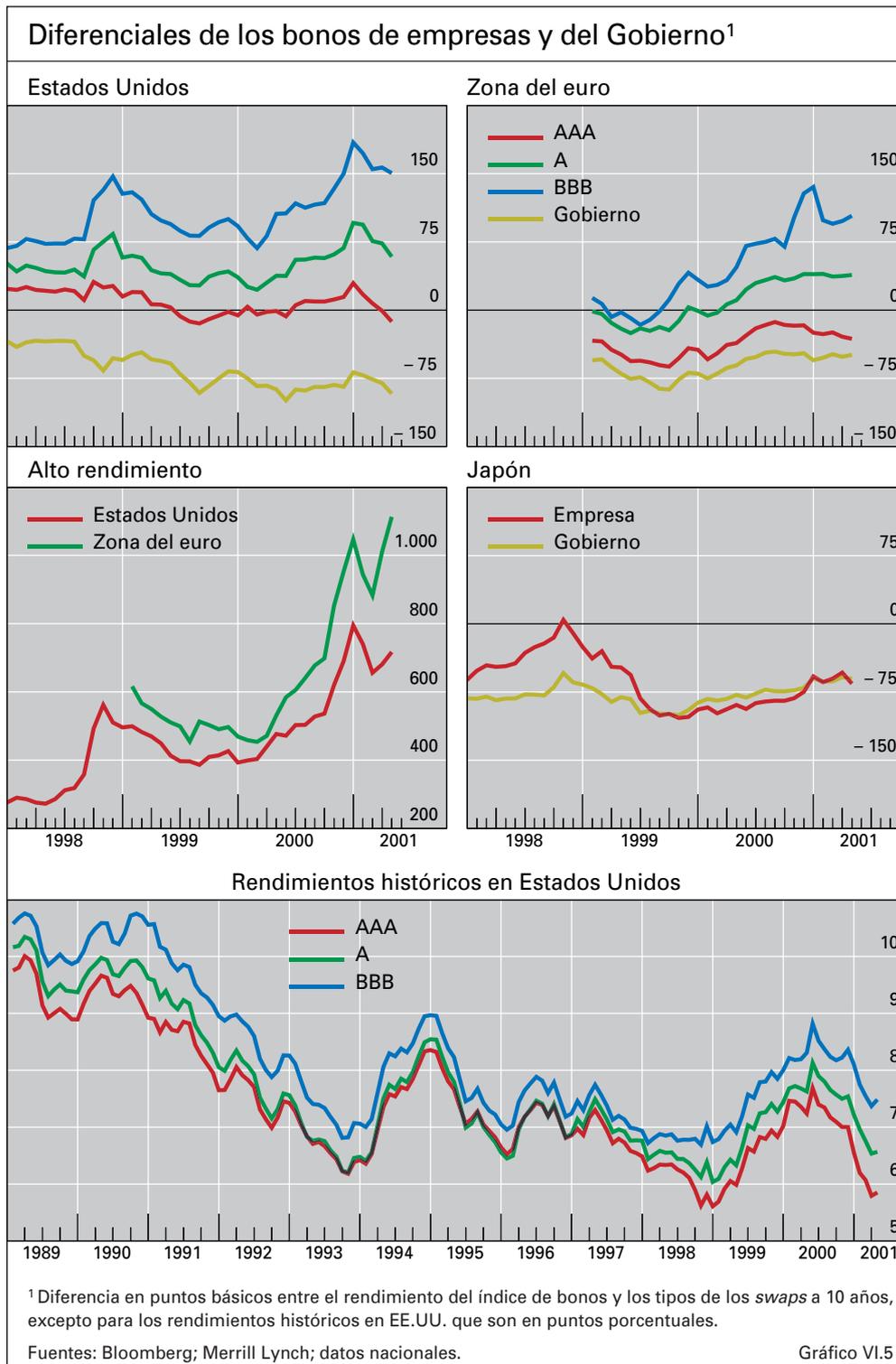
Los mercados de bonos atravesaron tres fases durante el 2000 y principios del 2001. La primera, que se extendió aproximadamente desde enero hasta agosto, se caracterizó por unas curvas de rendimiento ascendentes y un aumento general de los diferenciales crediticios en Norteamérica y Europa (gráficos VI.4 y VI.5). Estos aumentos influyeron en la elección de los instrumentos de financiación por parte de los prestatarios, pero apenas influyeron en la actividad global. Durante la segunda fase, comprendida entre septiembre y diciembre del 2000, las curvas de rendimiento comenzaron a aplanarse y los diferenciales crediticios variaron ostensiblemente entre los distintos tipos de deuda. En particular, los inversionistas se mostraron poco receptivos a las emisiones de los prestatarios, salvo los de alta calificación. La última fase, que abarcó desde finales del 2000 hasta los primeros meses del 2001, se caracterizó por un brusco descenso de las curvas de rendimiento y una leve reducción de los diferenciales con respecto a los niveles extraordinariamente elevados alcanzados a finales del 2000, lo que contribuyó a la recuperación de las emisiones de los prestatarios peor calificados.

La primera fase de aumento de los rendimientos y de los diferenciales no parece que frenara el ritmo de obtención de fondos en los mercados de



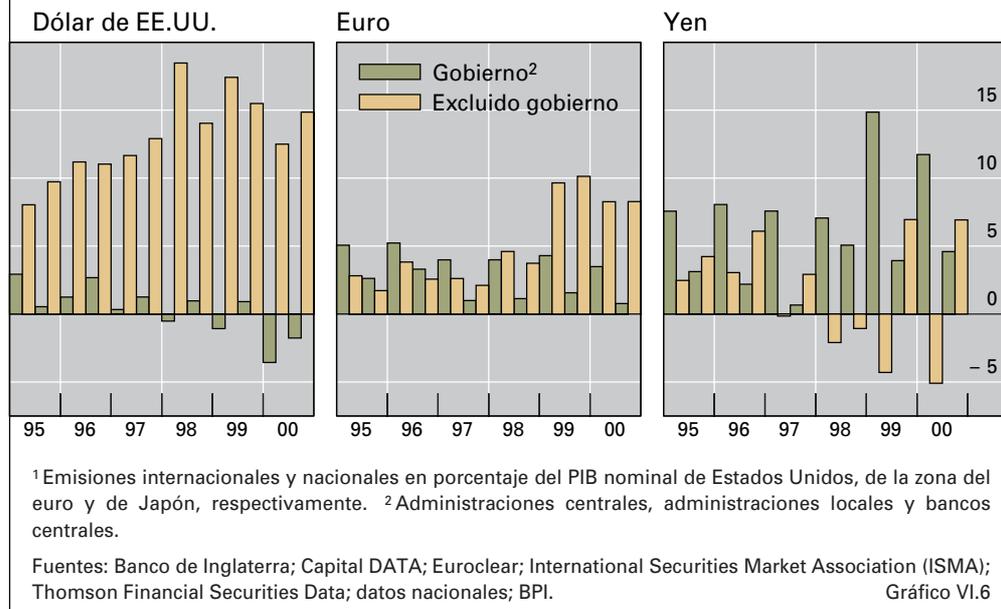
capitales. Esta fase abarcó tanto la recuperación final de los mercados de acciones como el comienzo de su caída. El mayor grado de incertidumbre sobre las perspectivas de beneficios de las empresas, reflejado en los elevados niveles de volatilidad de los mercados de acciones, provocó un incremento de los diferenciales crediticios en la mayoría de las clases de deuda. Por lo que se refiere a los títulos de inversión calificados, el aumento fue especialmente acusado en el caso de la deuda denominada en euros, donde los diferenciales con respecto a los *swaps* se ampliaron incluso en el

La primera fase de aumento de los diferenciales por motivo de la incertidumbre sobre los beneficios ...



Emisiones netas de títulos de deuda

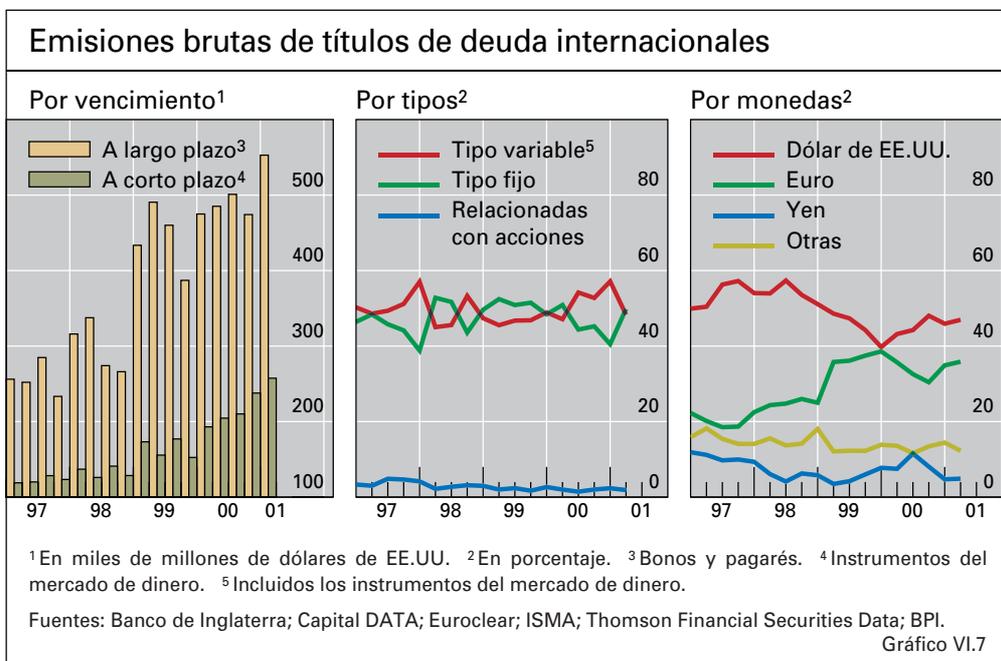
En porcentaje del PIB nominal¹



... no frenó el ritmo de emisiones

caso de las emisiones mejor calificadas. En cuanto a los títulos con calificación AAA denominados en dólares de Estados Unidos, los diferenciales se mantuvieron constantes en líneas generales, pero en otras categorías de deuda denominada en dólares de Estados Unidos aumentaron hasta alcanzar niveles registrados por última vez en los meses posteriores a la crisis financiera del otoño de 1998. A pesar de estas condiciones, la actividad del mercado primario resistió bien en el primer semestre del 2000. Las emisiones netas (excluidas las del Estado) sólo disminuyeron ligeramente (gráfico VI.6). El aumento de los diferenciales crediticios de los instrumentos en euros y en dólares llevó a algunos prestatarios internacionales a emitir en el mercado de yenes, donde los costos de intereses eran relativamente bajos. Las emisiones brutas de títulos internacionales de deuda en esta moneda aumentaron hasta alcanzar una cifra histórica de 221.000 millones de dólares en el 2000 (gráfico VI.7). Es posible que el convencimiento de los operadores de que se endurecería de nuevo la política monetaria, reflejado en la pendiente ascendente de las curvas de rendimientos, indujera a algunos prestatarios a adelantar sus planes de emisión.

Las empresas europeas de telecomunicaciones aprovecharon la opinión favorable sobre sus perspectivas para obtener un volumen considerable de fondos durante la primera fase. El conjunto del sector, recaudó 71.000 millones de dólares en el mercado internacional de capitales durante el primer semestre (gráfico VI.8). Su demanda de fondos se debió principalmente a las adquisiciones y adjudicaciones públicas de licencias de telefonía móvil de tercera generación en Europa. La disponibilidad de fondos y los elevados precios pagados en las subastas públicas de estas licencias, especialmente en la subasta británica de abril y en la alemana de agosto, reflejaban un optimismo similar al que favoreció las elevadas valoraciones de otros títulos tecnológicos.



La segunda fase de aumento de los diferenciales crediticios afectó con mayor intensidad al volumen de préstamos. Al desvanecerse progresivamente la creencia de los operadores en un aterrizaje suave, las curvas de rendimientos se aplanaron en el tercer trimestre, sugiriendo que era improbable que los niveles de los tipos de interés continuaran subiendo. Los diferenciales de la deuda mejor calificada se mantuvieron más o menos estables durante este periodo, pero los de las emisiones BBB y de elevado rendimiento aumentaron de forma espectacular, alcanzando niveles muy elevados a finales de año. Como consecuencia de estas tendencias divergentes de los diferenciales, las emisiones de prestatarios peor calificados disminuyeron notablemente hacia finales del 2000, mientras que los bancos europeos y las agencias del gobierno de Estados Unidos, de primera calidad de crédito, mantuvieron su actividad en el mercado primario.

La elevada demanda de deuda AAA se debió en parte a la falta de deuda pública. Los inversionistas que solían comprar títulos públicos durante los periodos de empeoramiento de las condiciones crediticias compraron en su lugar títulos de primera calidad del sector privado o semipúblico. En el mercado en dólares de Estados Unidos, los títulos de agencias del gobierno estadounidense, en especial las obligaciones de Fannie Mae y Freddie Mac, figuran entre las alternativas a los títulos del Tesoro de Estados Unidos preferidas por los inversionistas. En los últimos años, Fannie Mae y Freddie Mac han tratado de mejorar la liquidez de sus títulos mediante grandes emisiones periódicas en dólares y en euros y de imponerlos así como referencia para la fijación de los precios y la cobertura de otros títulos. A principios del 2000 surgieron dudas sobre la solvencia de Fannie Mae y Freddie Mac tras las propuestas presentadas en el Congreso de Estados Unidos para suprimir las líneas de crédito del gobierno y las exenciones impositivas locales. Estas presiones parlamentarias disminuyeron a finales de año, cuando dichas agencias del gobierno se comprometieron

En la segunda fase, disminuyeron las emisiones de peor calidad

Las agencias del gobierno se beneficiaron de la disminución de las emisiones públicas ...

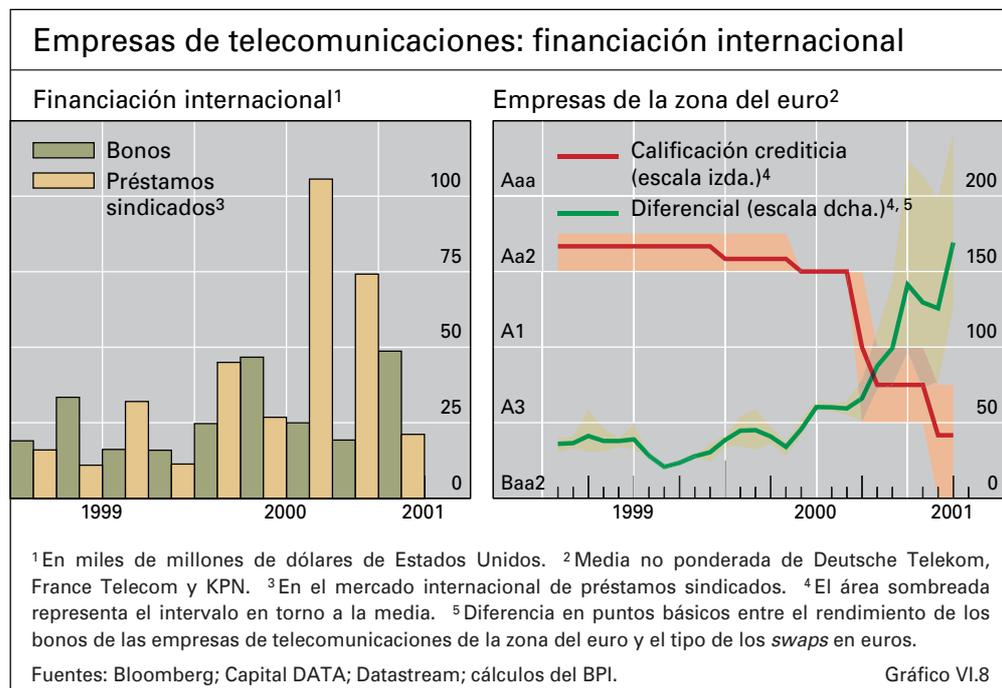
a aumentar su coeficiente de capital y a mejorar sus prácticas de difusión de información.

... mientras que las empresas de telecomunicaciones se vieron afectadas por un cambio de opinión

El rápido empeoramiento que experimentaron a finales del 2000 las condiciones de financiación para los prestatarios peor calificados pareció indicar un cambio de opinión sobre las perspectivas de beneficios de los sectores de tecnología, medios de comunicación y telecomunicaciones. Este último sector resultó especialmente afectado. Los elevados precios de las subastas europeas de licencias de telefonía móvil de tercera generación habrían justificado por sí solos una revisión a la baja de las calificaciones crediticias y un aumento de los diferenciales crediticios. Sin embargo, el alcance real de la revisión y el aumento de los diferenciales (gráfico VI.8) motivaron también una nueva valoración de las perspectivas de ingresos de las empresas de telecomunicaciones. En septiembre, las agencias de calificación rebajaron varios grados la calificación crediticia de dos de las mayores empresas europeas de telecomunicaciones, medida excepcionalmente radical. Los diferenciales crediticios de las dos empresas aumentaron, en promedio, 103 puntos básicos entre septiembre y diciembre. Por consiguiente, las empresas de telecomunicaciones en general, que habían figurado entre los emisores más activos del mercado internacional de capitales en el primer semestre del 2000, redujeron sus emisiones en el segundo y recurrieron en mayor medida al mercado de préstamos sindicados.

Los prestatarios recurrieron al mercado de dinero ...

En lugar de reducir sus emisiones, algunos prestatarios respondieron a la incertidumbre sobre los tipos de interés recurriendo en mayor medida a las emisiones de títulos a corto plazo y de tipo variable (gráfico VI.7). En el mercado internacional de capitales, las emisiones a corto plazo pasaron de un 27% de las emisiones brutas en 1999 a un 30% en el 2000. Las emisiones de tipo variable pasaron de un 47% de las emisiones internacionales brutas en 1999 a un 53% en el 2000.



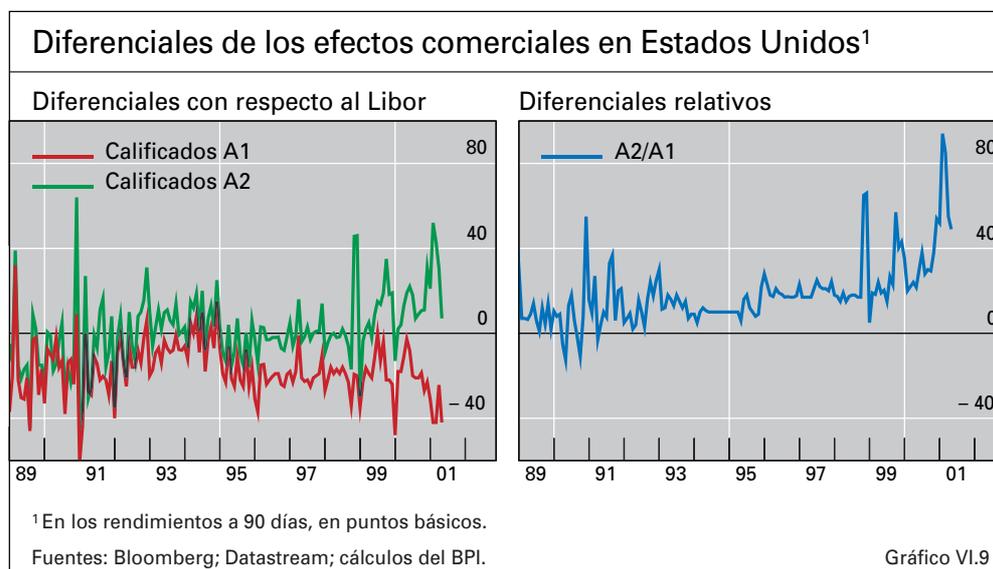
Entre finales del 2000 y principios del 2001, la amplitud y variabilidad de los diferenciales registradas en el mercado de efectos comerciales, caracterizado normalmente por su estabilidad, llevaron a algunos emisores a recurrir a sus líneas de crédito de reserva. El incremento en el cuarto trimestre del diferencial de rendimiento entre las emisiones en dólares de Estados Unidos mejor calificadas y las de peor calidad ha sido habitual en los últimos años. Sin embargo, a finales del 2000 el mercado de efectos comerciales experimentó un aumento excepcionalmente elevado que persistió hasta bien entrado el nuevo año (gráfico VI.9). Este aumento se debió a varios factores, entre los que se encuentran la revisión a la baja de la calificación de grandes emisores, como Xerox y Lucent Technologies, la creencia de que las empresas eléctricas de California suspenderían sus pagos en enero, el hecho de que los prestatarios optaran por las emisiones de deuda a corto plazo a finales de año y la reticencia de los bancos a conceder líneas de crédito de reserva sin una prima de riesgo adicional. En respuesta a esta situación, muchos prestatarios optaron por refinanciar sus títulos a corto plazo en los mercados de deuda a largo plazo cuando mejoraron las condiciones de financiación a largo plazo en el primer trimestre del 2001.

... cuando los problemas afectaron al mercado de efectos comerciales

Durante la tercera fase de variaciones de los diferenciales crediticios, las emisiones de los prestatarios peor calificados se recuperaron. En los primeros meses del 2001, las curvas de rendimientos de los mercados de *swaps* en las tres principales monedas se desplazaron en sentido descendente, debido al empeoramiento de las perspectivas de crecimiento y al recorte previsto de los tipos oficiales. Este descenso estuvo acompañado de una reducción de los diferenciales crediticios, al disminuir la preocupación de los operadores por la revisión a la baja de las calificaciones efectuada en la fase anterior. La espectacular reducción de los costos globales de financiación provocada tanto por los desplazamientos de la curva de rendimientos como por la reducción de los diferenciales crediticios animó a los prestatarios a retornar a los mercados de capitales. Las empresas de telecomunicaciones, en particular, aprovecharon sin dilación la mejora del mercado. En el primer trimestre del

En la tercera fase, la disminución de los rendimientos y la reducción de los diferenciales crediticios ...

... reavivaron las emisiones peor calificadas



2001, emitieron 49.000 millones de dólares en el mercado internacional de capitales, de los que 16.000 millones corresponden a la mayor emisión de bonos de todos los tiempos, llevada a cabo por France Telecom.

Esta recuperación de las emisiones tuvo su origen, en parte, en un adelantamiento de la financiación por parte de los prestatarios que pensaban que la mejora de las condiciones crediticias podía no ser duradera y, en parte, en la demanda de capital, reprimida desde el último trimestre del 2000. Si la desaceleración del crecimiento mundial supera las predicciones actuales, los diferenciales crediticios podrían reanudar su tendencia ascendente, mientras que si el crecimiento se recupera rápidamente, las curvas de rendimientos podrían retomar un sentido ascendente. Ante esa incertidumbre, parece que los prestatarios optaron por asegurarse la financiación en los mercados de capitales mientras los costos siguieran siendo moderados de acuerdo con los patrones históricos (gráfico VI.5).

La reducción prevista del volumen de préstamos bancarios contribuyó asimismo a la emisión de bonos a principios del 2001. Al empeorar las condiciones crediticias en el segundo semestre del 2000, los bancos se encontraron con riesgos imprevistos frente a prestatarios de calidad inferior. Durante el 2000, los bancos comerciales habían concedido numerosos créditos a corto plazo a empresas de telecomunicaciones presuponiendo que estos préstamos se refinanciarían en los mercados de capitales. La actividad del mercado de préstamos sindicados refleja el volumen de créditos concedidos por los bancos a estas empresas: dichos créditos pasaron de sumar un total de 70.000 millones de dólares en 1999 a 252.000 millones en el 2000. Al aumentar los diferenciales en el segundo semestre del 2000, las empresas terminaron experimentando mayores dificultades para refinanciar estos préstamos en los mercados de capitales, por lo que los bancos se vieron obligados a buscar diferentes vías para reducir su nivel de riesgo frente a las empresas de telecomunicaciones.

Ciclos del crédito en 1990 y en el 2000

A pesar del incremento de los diferenciales crediticios y del carácter intermitente de las emisiones, la revisión a la baja de los beneficios empresariales previstos afectó, por lo general, en menor medida a los mercados de bonos que a los de acciones. En algunos sectores, especialmente en el de telecomunicaciones, el aumento de los diferenciales crediticios en el 2000 reflejó la explosión de la burbuja del mercado de acciones. Sin embargo, los mercados de bonos habían tardado mucho más que los de acciones en recuperarse de la crisis financiera de 1998, en la que los diferenciales habían alcanzado por última vez niveles comparables a los máximos registrados a finales del 2000, por lo que no tenían tantas posibilidades de bajar. No obstante, la solidez financiera global del sector de las empresas desempeñó un papel fundamental en la evolución tanto del mercado de acciones como del de bonos. Desde esta perspectiva, el año 2000 tuvo mucho en común con el de 1990. En ambas ocasiones, la preocupación por el excesivo endeudamiento, los elevados precios del petróleo y la desaceleración de la economía de Estados Unidos se tradujo en un debilitamiento similar de los

Refinanciación de los préstamos bancarios por medio de la emisión de títulos a comienzos del 2001

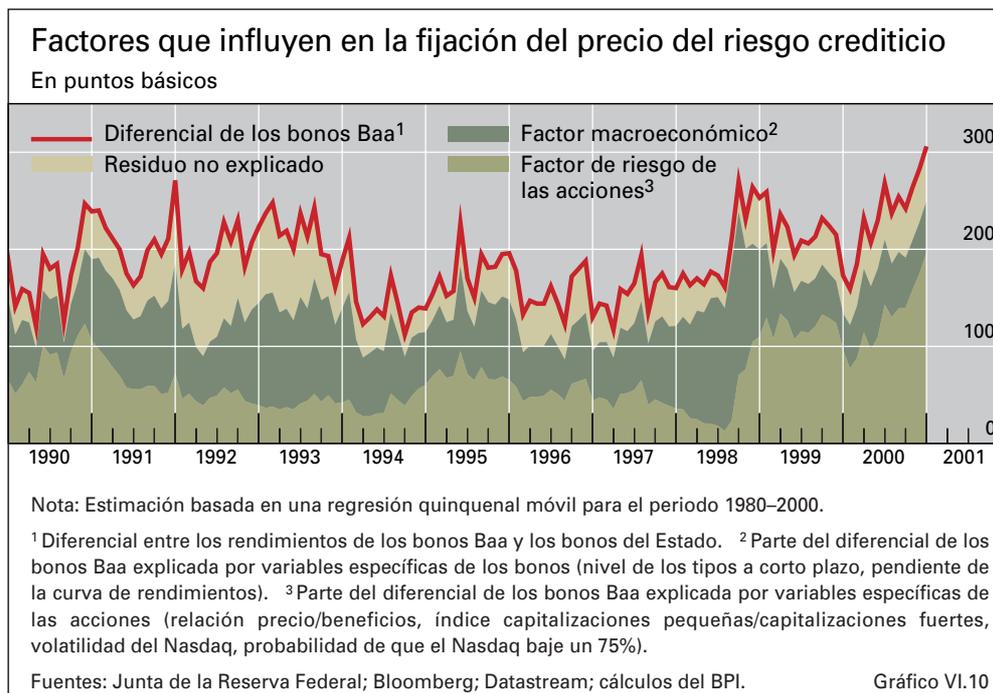
mercados de acciones y un aumento de los diferenciales crediticios. Ambos episodios ilustran las consecuencias de los ciclos financieros para el precio de mercado del riesgo crediticio (véase el capítulo VII).

Existen algunas pruebas de que el mercado de bonos comenzó a preocuparse por las valoraciones de los activos de las empresas a finales de 1998, un año y medio antes de que las revisiones a la baja de las valoraciones comenzaran a provocar un brusco descenso del nivel global de los precios de las acciones. El gráfico VI.10 descompone el diferencial de rendimiento entre los bonos Baa y los títulos comparables del Tesoro de Estados Unidos en la parte atribuible a factores macroeconómicos generales y la parte atribuible a factores que han impulsado tradicionalmente los precios de las acciones. Estos últimos —entre los que se encuentran la relación precio/beneficios, las valoraciones de las acciones de capitalización tanto reducida como elevada y la volatilidad del mercado— desempeñaron un papel relativamente más importante en la determinación del diferencial de rendimiento durante 1990 y 1998–2000 que durante los años intermedios.

A pesar de los elementos comunes que hay tras la evolución de los mercados de bonos de empresas en 1990 y en el 2000, también existen importantes diferencias entre los dos episodios. En primer lugar, en el 2000, el aumento de los diferenciales crediticios tuvo sin duda carácter mundial, observándose también en Europa y en otras regiones. En 1990, los mercados de deuda empresarial estaban mucho menos desarrollados, salvo en Estados Unidos, y el encarecimiento de las primas de riesgo crediticio fue un fenómeno principalmente estadounidense. En segundo lugar, los balances de los bancos han tendido a mostrar un mayor grado de solvencia en el episodio más reciente, por lo que es improbable que el crédito bancario se contraiga hoy en la misma medida que a principios de los años noventa. En tercer lugar, aunque las emisiones disminuyeron ligeramente en el 2000, en especial las de

Los factores relacionados con el riesgo de las acciones desempeñaron un importante papel en 1990 y en el 2000 ...

... pero hubo importantes diferencias



prestarios de calidad media y baja, la disminución no guarda paralelismo alguno con la espectacular caída que experimentaron las emisiones de elevado rendimiento en 1990. En cuarto lugar, en 1990 los bonos de elevado rendimiento eran principalmente obligaciones de empresas relativamente consolidadas que habían intervenido en operaciones de adquisiciones apalancadas. En ese momento, los inversionistas confiaban en su capacidad para valorar los activos subyacentes. La oleada más reciente de emisiones de alto rendimiento ha financiado, por el contrario, capital circulante en los sectores tecnológicos en plena expansión que poseían un volumen relativamente reducido de activos tangibles. Como consecuencia, en el 2000 se estableció una relación mucho más estrecha entre las convulsiones de los mercados de acciones y las de los mercados de bonos, que dejaron translucir una creciente incertidumbre sobre las valoraciones de los activos.

Financiación externa para los mercados emergentes

El descenso que experimentaron los precios en los mercados financieros de los países industrializados durante el 2000 se propagó a los mercados emergentes, lo cual contribuyó a aumentar los diferenciales de los bonos y a debilitar los mercados de acciones, especialmente en Asia y en América Latina. Sin embargo, los efectos de la propagación fueron más limitados que durante otros episodios recientes de empeoramiento de la situación financiera. Por otra parte, parece que los inversionistas distinguieron mejor entre los distintos países en función de su situación económica, de manera que los diferenciales aumentaron sobre todo en las economías en las que se percibía un mayor riesgo crediticio. No obstante, la debilidad de la demanda de financiación externa y los cambios estructurales de la conducta de los inversionistas continuaron reduciendo los flujos de préstamos bancarios y emisiones de títulos hacia los mercados emergentes.

La mayoría de los mercados de acciones emergentes siguieron la misma tendencia a la baja que los mercados de acciones de los países industrializados durante el 2000 y a principios del 2001. Los mercados asiáticos fueron los que registraron caídas más acusadas, debido, en gran parte, a que los valores tecnológicos tenían un peso relativamente importante en estos mercados (véase el capítulo III). Asimismo, parece que la caída del índice Nasdaq influyó por sí sola en los mercados de acciones emergentes, aun teniendo en cuenta la composición sectorial de estos mercados. Es el caso, sobre todo, de América Latina, como lo demuestran los coeficientes estimados de una regresión de los rendimientos de las acciones en los mercados emergentes con respecto a los factores sectoriales y a los rendimientos del Nasdaq (gráfico VI.11). El gráfico muestra que una vez que se elimina el efecto sectorial, el Nasdaq apenas tiene por sí solo capacidad para explicar la evolución de la mayoría de los mercados asiáticos estudiados, salvo en 1998. En cambio, en los mercados de América Latina el Nasdaq ha producido desde 1996 un efecto independiente y significativo desde el punto de vista estadístico, aunque en general poco pronunciado, en el rendimiento local de al menos uno de los cuatro mercados.

Las correlaciones sectoriales influyeron en los mercados de acciones emergentes

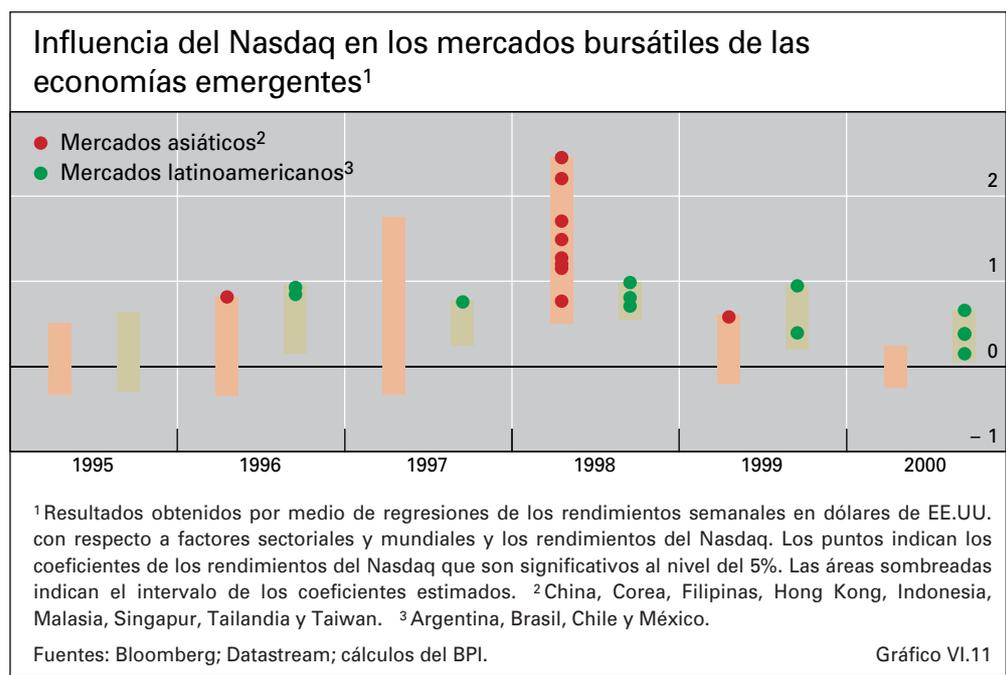
Mientras que la evolución de los diversos mercados de acciones siguió una trayectoria similar, no ocurrió así con la deuda soberana de los mercados emergentes, cuyos diferenciales se alejaron de los de las emisiones de prestatarios de calificación equivalente de los países industrializados. Los diferenciales de los mercados emergentes aumentaron como los de las emisiones de alto rendimiento en algunas ocasiones, sobre todo durante el segundo trimestre del 2000 y a finales de año, pero en conjunto se mantuvieron más bajos (véase el gráfico III.2). Los inversionistas revisaron sin dilación el precio de la deuda de los países que tenían dificultades específicas, como Argentina, Filipinas y Turquía. Sin embargo, los diferenciales crediticios de algunos de los grandes prestatarios de las economías emergentes, entre los que se encuentran Brasil, Corea, México y Tailandia, se mantuvieron más o menos constantes durante el año.

A pesar de la existencia de condiciones de financiación relativamente favorables, los flujos internacionales de préstamos bancarios y emisiones de títulos hacia los países en vías de desarrollo continuaron siendo moderados (gráfico VI.12). Las emisiones netas de títulos internacionales de deuda por parte de estos países ascendieron en total a 42.000 millones de dólares, cifra similar a las registradas en 1998 y 1999. Tres cuartas partes de esta cifra corresponden a cuatro países: Argentina, Brasil, México y Turquía. Los prestatarios asiáticos y europeos acudieron al mercado para refinanciar los bonos internacionales que vencían, pero apenas aumentaron su financiación neta.

El reducido nivel de emisión de bonos estuvo acompañado de un ininterrumpido aletargamiento de los préstamos bancarios. El volumen de préstamos transfronterizos concedidos a los países en vías de desarrollo por los bancos que comunican información al BPI cayó otros 10.000 millones de dólares en el 2000, cifra significativamente inferior a la de 70.000 millones de 1999. Los bancos aumentaron sus posiciones de riesgo frente a diversos

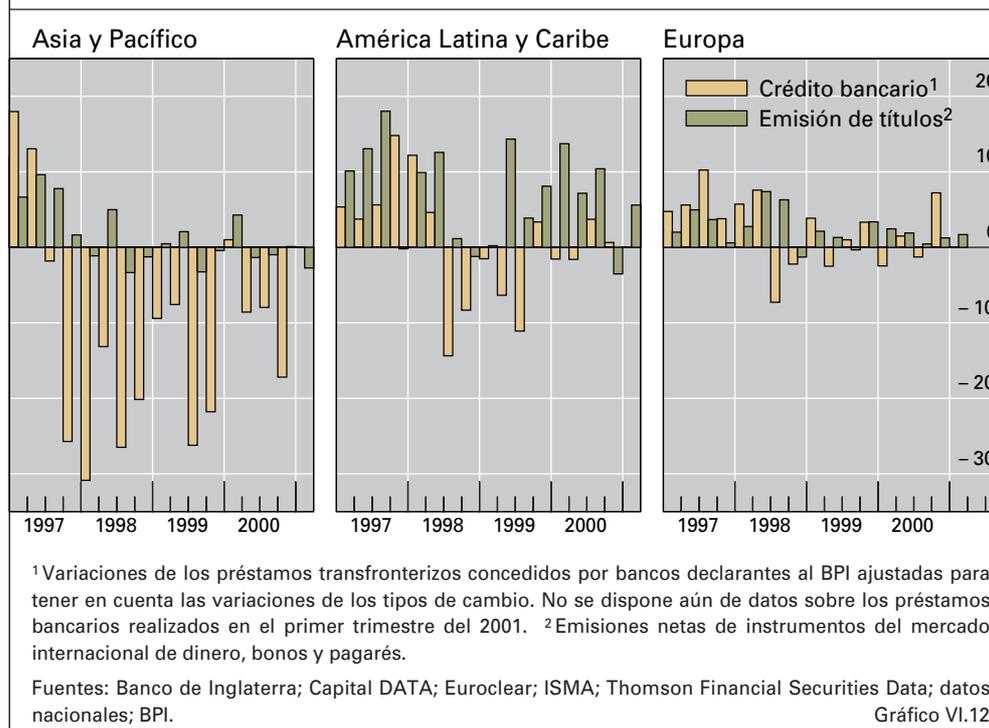
Los diferenciales de las emisiones de crédito soberano fueron más bajas que los de las emisiones de alto rendimiento ...

... pero los flujos de préstamos bancarios y emisiones de títulos continuaron siendo moderados



Países en vías de desarrollo: financiación internacional bancaria y de títulos

Por región de residencia del prestatario, en miles de millones de dólares de EE.UU.



países de Europa y América Latina, pero este aumento se vio contrarrestado en gran parte por un incremento de las devoluciones de países en vías de desarrollo de Asia y África.

Son varios los factores que han contribuido a que los diferenciales de los mercados emergentes se hayan alejado de los diferenciales de alto rendimiento y a que el nivel de financiación internacional fuera persistentemente bajo en los países en vías de desarrollo. Uno de los factores que afecta tanto a los préstamos a las economías emergentes como a los flujos de depósitos procedentes de ellas ha sido la mejora de su posición externa (véase el capítulo III). En el 2000, los países en vías de desarrollo registraron en conjunto el superávit por cuenta corriente más elevado de las dos últimas décadas. El fortalecimiento de la posición externa de los países exportadores de petróleo fue, en gran parte, el motivo de esta mejora.

En 1999, una parte sustancial de los superávit por cuenta corriente de los países asiáticos en vías de desarrollo se había reciclado en el sistema financiero internacional en forma de devoluciones de préstamos bancarios. En el 2000, esos superávit tendieron a reciclarse mediante el depósito del exceso de divisas en bancos internacionales. De hecho, como consecuencia del volumen sin precedentes de los depósitos de países asiáticos y de los países exportadores de petróleo, en el 2000, las entradas netas en bancos declarantes al BPI procedentes de los países en vías de desarrollo fueron superiores a las salidas netas acumuladas de estos países durante la crisis financiera de 1997-99 (gráfico VI.13). En el 2000, los países en vías de desarrollo depositaron una cifra histórica de 145.000 millones de dólares en

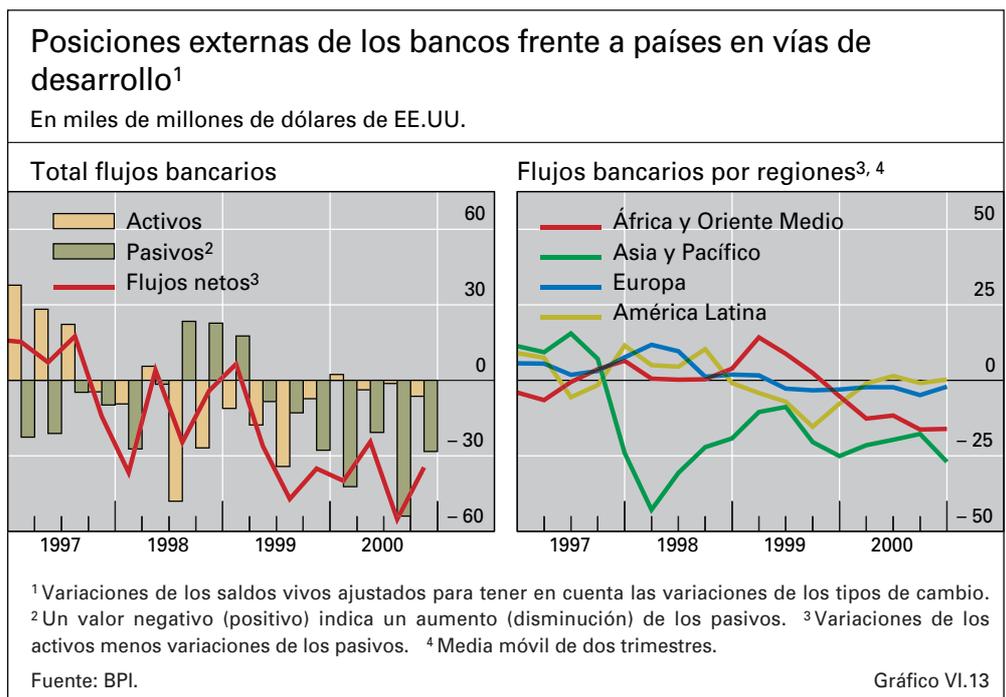
Los superávit por cuenta corriente se reciclaron en forma de depósitos

bancos internacionales, lo que equivale aproximadamente a un 125% de su superávit por cuenta corriente agregado. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurrió en los años setenta, en que los petrodólares depositados por países exportadores de petróleo en bancos internacionales provocó un aumento de los préstamos transfronterizos a los países en vías de desarrollo, los recientes flujos de depósitos no volvieron a estos países.

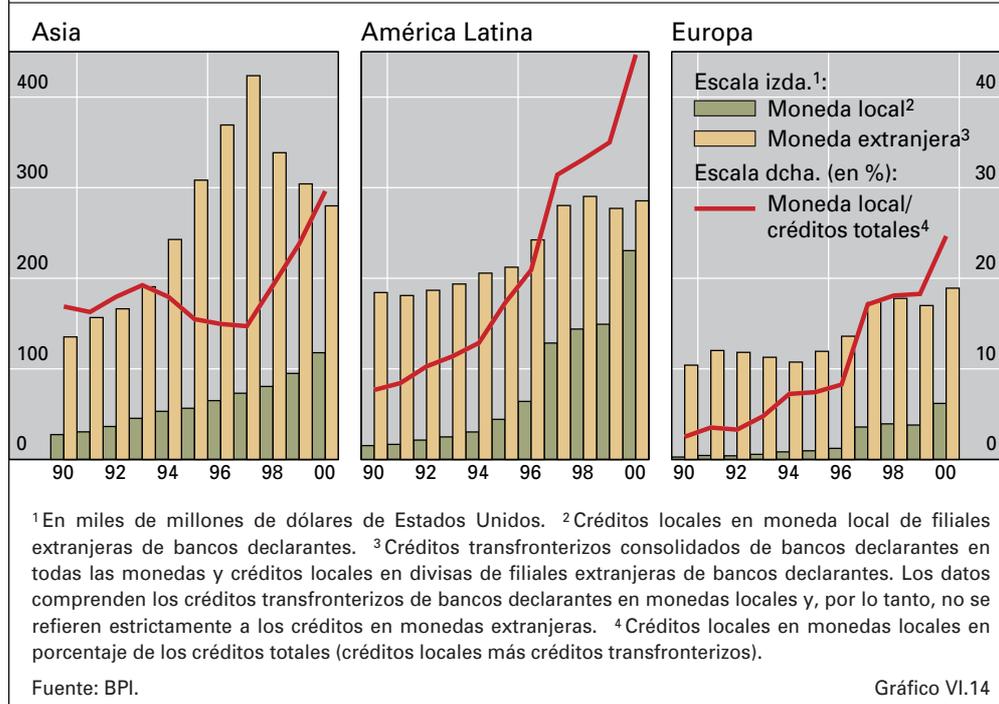
El segundo factor que ha influido sobre los préstamos internacionales a los mercados emergentes en los últimos años ha sido la reducción del peso de estos mercados en las carteras de los inversores globales activos. Tras las pérdidas experimentadas durante las crisis financieras de 1997–99, los negocios propios de tesorería de los bonos y los fondos de cobertura redujeron su participación en la negociación de la deuda de los mercados emergentes, lo que afectó negativamente a la liquidez de los títulos de estos mercados. Pero también redujo el papel de las condiciones crediticias y de la disposición a asumir riesgo a escala mundial en la determinación de los diferenciales crediticios de los mercados emergentes, ayudando así a reducir la relación entre los diferenciales de los mercados emergentes y los de elevado rendimiento.

El tercer cambio de carácter estructural que se ha producido en la financiación de los mercados emergentes es la creciente presencia de bancos extranjeros en los sistemas financieros nacionales. En los últimos años, los bancos españoles han adquirido diversos bancos en América Latina, sobre todo en Brasil, Chile y México. Como consecuencia, los créditos de los bancos declarantes al BPI denominados en moneda local a la región casi se cuadruplicaron entre 1995 y el 2000 (gráfico VI.14). Esos créditos son ahora casi equivalentes a los denominados en divisas de los bancos declarantes sobre prestatarios latinoamericanos. Asimismo, los bancos de Alemania, Italia y otros países europeos han incrementado su presencia en Europa Central,

Los bancos extranjeros han entrado en los sistemas financieros nacionales



Créditos consolidados de los bancos declarantes al BPI sobre los países en vías de desarrollo



especialmente en Polonia, lo que ha provocado un acusado aumento de los créditos de los bancos extranjeros denominados en moneda local a esa región. La expansión de los bancos extranjeros en Asia ha sido más lenta, pero ha mostrado una clara tendencia ascendente, a pesar del repliegue de los bancos japoneses a finales de los años noventa. Es posible que la expansión de los bancos extranjeros en los sistemas financieros nacionales haya puesto freno a los préstamos transfronterizos al llevar a los bancos adquirentes a revisar su riesgo país global.

Funcionamiento de los mercados

Los mercados funcionaron satisfactoriamente a pesar de las caídas de los precios

Resulta tranquilizador observar que los mercados financieros funcionaron satisfactoriamente en el 2000 a pesar del descenso de los precios, de la elevada volatilidad y de los cambios de las pautas de emisión subyacentes. En el tercer trimestre de 1998, la huida hacia los instrumentos líquidos de bajo riesgo desencadenó un círculo vicioso de empeoramiento de la situación de liquidez en los mercados de bonos y de acciones, lo que afectó seriamente al funcionamiento del sistema financiero mundial. Durante el año 2000, el estallido de la burbuja del mercado de acciones, la revisión de los precios del riesgo crediticio y la incertidumbre sobre las condiciones de oferta en los principales mercados de bonos soberanos llevaron a dudar, aunque en menor medida, de la capacidad de los mercados para funcionar de modo satisfactorio. Sin embargo, al final parece que los mercados han soportado bien estas presiones.

A pesar del número excepcionalmente elevado de repentinas y marcadas oscilaciones de los precios, los mercados de acciones continuaron

funcionando y los precios reflejaron al parecer los cambios de opinión de los inversionistas, así como la publicación de nueva información. Diecinueve de las cien mayores variaciones porcentuales diarias del índice S&P 500 registradas desde 1980 se produjeron en el 2000 o en el primer trimestre de 2001 y algunas de ellas provocaron cortocircuitos que interrumpieron temporalmente la actividad en los mercados bursátiles. No obstante, las condiciones de liquidez siguieron siendo benignas en la mayoría de los mercados y fue posible, por lo general, realizar las transacciones.

La liquidez resistió en los mercados de acciones

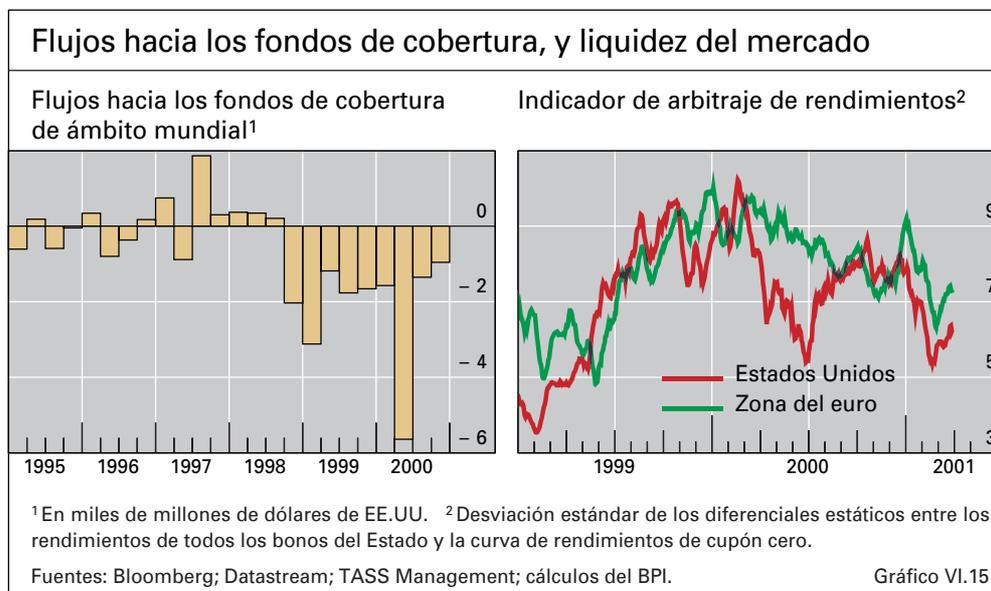
Una de las causas de las acusadas fluctuaciones de los precios fue el continuo aumento que experimentó, durante el periodo examinado, el número de anuncios sobre beneficios, ya fueran positivos, negativos o neutros (gráfico VI.2, panel de la derecha). La divulgación de esa información se debió a la entrada en vigor de nuevas disposiciones de la Securities and Exchange Commission de Estados Unidos que obligaban a las empresas que cotizan en bolsa a facilitar al público información de especial relevancia al mismo tiempo que a los analistas y a los grandes inversores. Es posible que estas nuevas disposiciones sirvieran no sólo para acelerar la respuesta de los mercados a la información facilitada por las empresas sino también para reducir la influencia de los flujos negociados sobre los precios. Hasta hace poco, esa información tendía a transmitirse al mercado, con un cierto grado de interferencias, a través de las transacciones de los inversores mejor informados.

El mercado de efectos comerciales también funcionó como se esperaba. El brusco aumento que experimentaron los diferenciales entre finales del 2000 y principios del 2001 se debió a un número excepcionalmente alto de revisiones a la baja de la calificación de grandes empresas emisoras. Estas revisiones obligaron a los principales compradores de efectos comerciales —fondos comunes de inversión— a vender los títulos afectados, con el fin de respetar los límites reglamentarios de sus tenencias de instrumentos de calidad inferior. Aún así, como ya se ha señalado, tanto las empresas de primera calidad crediticia como las de calidad inferior consiguieron emitir un importe elevado de deuda en el cuarto trimestre, demostrando que la actividad del mercado en su conjunto no se detuvo. Los emisores apartados de este mercado pudieron recurrir a líneas de crédito de reserva que habían negociado previamente con los bancos para hacer frente precisamente a esta contingencia.

Los prestatarios fueron apartados del mercado de efectos comerciales ...

Otra señal de que los mercados funcionaron de modo satisfactorio durante este periodo fue la ausencia de grandes quiebras de instituciones con alto grado de actividad en la negociación de títulos, ya actuaran como intermediarios financieros o por cuenta propia. En 1990, las emisiones y transacciones de bonos de elevado rendimiento prácticamente se paralizaron debido a la desaparición de Drexel Burnham Lambert, que era en ese momento el principal suscriptor y creador de mercado en este segmento. En el tercer trimestre de 1998, los riesgos de contraparte de un fondo de cobertura en dificultades, Long-Term Capital Management, provocaron por sí solos una rápida pérdida de liquidez en los mercados de bonos. El episodio de 1998 indujo, a su vez, a muchas instituciones financieras de primer orden

... pero pudieron recurrir a líneas de crédito de reserva



a reducir o a paralizar sus operaciones por cuenta propia y a vigilar más de cerca sus riesgos crediticios. En ambos casos, el repentino cierre de una entidad considerada como uno de los principales suministradores de liquidez en ciertos sectores tuvo una repercusión sorprendentemente intensa de carácter más general en los mercados. Sin embargo, durante este episodio más reciente no se ha producido ningún proceso de ese tipo, lo cual induce a pensar que tal vez hayan fructificado los esfuerzos realizados desde la crisis de 1998 para fortalecer la gestión de los riesgos.

A comienzos del 2000, el proceso de adaptación a la disminución de la oferta de nuevos bonos de gobierno llevó a algunos observadores a manifestar su preocupación por la forma en que los principales mercados de deuda, especialmente el mercado en dólares de Estados Unidos, funcionarían en épocas normales y, aún más, en los periodos de tensiones. Los operadores se habían acostumbrado a recurrir mayoritariamente a los bonos de deuda pública como referencia para fijar los precios de otros títulos, para realizar operaciones de cobertura y para adoptar posiciones en lo que se refiere a duración y a volatilidad, como base para los contratos de futuros y como aval para los préstamos garantizados. Sin embargo, el fluido funcionamiento de los mercados financieros en el 2000 sugiere que los operadores encontraron instrumentos privados que podían cumplir muchas de las funciones de los títulos del Estado. En el mercado en dólares de Estados Unidos, los agentes se acomodaron a la utilización de emisiones de agencias semipúblicas y de *swaps*, tanto a efectos de referencia como para realizar operaciones de cobertura. En el mercado denominado en euros, la adaptación a las referencias privadas fue menos intensa, puesto que los inversionistas ya se habían acostumbrado a utilizar la curva de los *swaps* en euros para fijar los precios y realizar operaciones de cobertura. Por otra parte, se esperaba que la disminución de las emisiones de bonos de deuda pública fuera menos pronunciada.

La reducción de la prima de liquidez en el 2000 refleja este proceso de adaptación. La crisis del otoño de 1998 había suscitado la preocupación de los

Los inversionistas encuentran instrumentos privados ...

... para sustituir los títulos del Estado

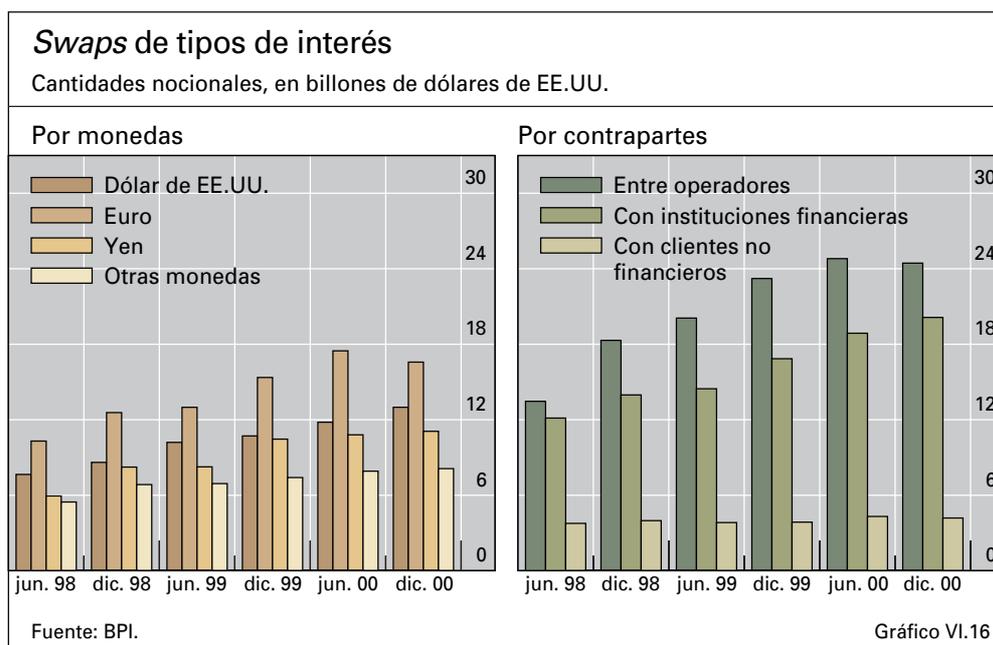
inversionistas por el riesgo de liquidez y había contribuido, a su vez, a que los rendimientos de los diferentes bonos soberanos se alejaran en gran medida de la curva de rendimientos ajustada (gráfico VI.15). La preocupación por las condiciones de liquidez, medida por la magnitud de estas desviaciones, alcanzó un máximo en el primer trimestre del 2000. A medida que los inversionistas se acostumbraron a tener títulos privados, a fijar los precios de esas emisiones y a proporcionarles cobertura con instrumentos distintos de los bonos soberanos, este indicador disminuyó tanto en los mercados denominados en euros como en los denominados en dólares de Estados Unidos. Un paso significativo hacia la estabilización de la prima de liquidez en el mercado de bonos del Tesoro de Estados Unidos fue la desaparición en septiembre de la anómala inversión de los rendimientos a 10 y a 30 años.

Parece que los *swaps* de tipos de interés son el candidato con más posibilidades de ocupar el lugar de los bonos soberanos como principal instrumento de referencia. El importe nominal de *swaps* de tipos de interés pendientes creció un 11% en el 2000, ascendiendo a 49 billones de dólares (gráfico VI.16). El mercado de *swaps* denominado en las monedas predecesoras del euro era mayor en términos nominales que el mercado en dólares incluso antes de la introducción de la moneda única. Desde 1999, el mercado en euros ha cobrado más importancia que el mercado en dólares, utilizándose los *swaps* para operaciones de cobertura, la determinación de los precios y otros fines para los que se tendía a utilizar los valores del Tesoro de Estados Unidos en el mercado en dólares. Este mercado está siguiendo el ejemplo del mercado en euros, recurriendo cada vez más a los *swaps* para realizar operaciones de cobertura y otros fines. Sin embargo, los bonos del Tesoro de Estados Unidos siguen siendo el instrumento de referencia predominante en el segmento del dólar.

La capacidad de los *swaps* para asumir muchas de las funciones que antes realizaban los bonos del Estado se ha visto favorecida por la

Los *swaps* se convierten en instrumentos de referencia ...

... pero aumenta la concentración de los operadores



desaparición gradual de ciertos temores relativos al riesgo crediticio. Los operadores y los consumidores han elaborado un conjunto de normas sobre aceptación de garantías y documentación que al parecer han recibido una amplia acogida en los mercados de *swaps* denominados en las principales monedas mundiales. Es posible que estas medidas, al reducir la exposición al riesgo crediticio relacionado con las posiciones en *swaps*, hayan contribuido a que los diferenciales de los *swaps* se hayan alejado de los del crédito a las empresas en el 2000 y a principios del 2001.

No obstante, los mercados de *swaps* han tenido que adaptarse a la continua disminución de la cantidad de capital de riesgo existente para financiar las transacciones como consecuencia de las fusiones y de la menor disposición a asumir riesgos por parte de las grandes instituciones intermediarias. Esto queda demostrado en los datos del segundo semestre del 2000, en el que las operaciones con *swaps* entre operadores disminuyeron, a pesar de que aumentó la actividad total. Al reducirse el número de creadores de mercado activos, podría resultar cada vez más difícil para los operadores compensar entre ellos las órdenes de sus clientes, lo que podría producir, a su vez, un efecto negativo en la liquidez que pueden ofrecer a sus clientes.