

## VI. Mercados financieros

### Aspectos más destacados

Los mercados financieros mostraron una notable capacidad de reacción frente a las duras pruebas a las que se vieron sometidos durante el periodo analizado: una brusca desaceleración económica mundial, los atentados terroristas perpetrados en Estados Unidos el 11 de septiembre, y las nuevas informaciones reveladas en torno a la quiebra de Enron. A pesar de todos estos acontecimientos, los mercados siguieron operando de forma ordenada y las perturbaciones en el funcionamiento fueron transitorias. Los precios de las acciones se fueron ajustando gradualmente a la desaceleración. La pronunciada caída de los precios después de los atentados del 11 de septiembre invirtió rápidamente la tendencia, y hacia finales de 2001 los mercados bursátiles en todo el mundo repuntaron impulsados por renovadas esperanzas de sólida recuperación. Los mercados de deuda empresarial demostraron una capacidad de recuperación incluso mayor. Los diferenciales crediticios, incluso los de la deuda de mercados emergentes, se redujeron durante el transcurso del año, marcando una tendencia que se vio interrumpida tan sólo brevemente por los sucesos del 11 de septiembre. Cabe destacar que los mercados de bonos se mantuvieron receptivos a las emisiones de los prestatarios empresariales, incluidas las de aquellos rechazados por el mercado de efectos comerciales.

Sin embargo, entre las muestras de recuperación también había motivos de preocupación. A pesar de la corrección que se inició a comienzos de 2000, el precio de las acciones tendió a mantenerse elevado con relación a los beneficios corrientes. Durante los primeros meses de 2002, los problemas contables de Enron y otros asuntos relacionados llevaron a los inversionistas a empezar a cuestionar la integridad de la información que respalda a los mercados financieros. Las repercusiones de Enron se extendieron al mercado de efectos comerciales estadounidense, que cerró sus puertas a los prestatarios, excepto a aquellos más solventes. Los acontecimientos de Argentina tuvieron un impacto limitado sobre otras economías emergentes en 2001 y a comienzos de 2002, pero las condiciones de financiación externa se mantuvieron débiles para muchos prestatarios soberanos de calidad crediticia más baja. Por último, el control de los mercados extrabursátiles por parte de unos pocos intermediarios, aumentó los riesgos derivados de la concentración.

### El funcionamiento del mercado

Entre los acontecimientos que pusieron a prueba la capacidad de recuperación de los mercados durante el periodo examinado, cabe destacar

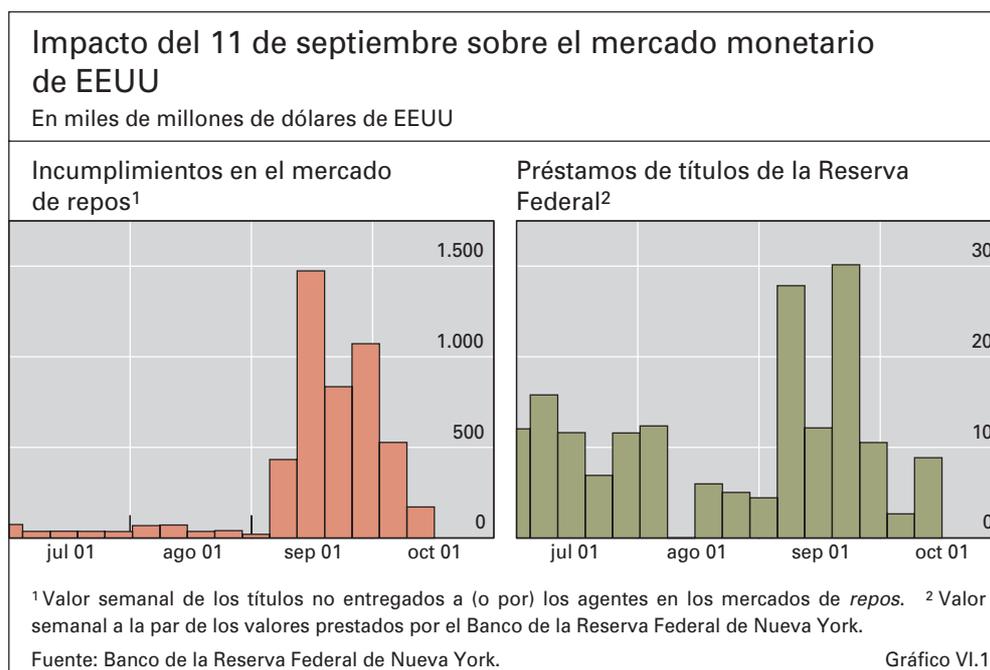
dos: los atentados terroristas en Estados Unidos el 11 de septiembre de 2001, y el colapso de Enron en diciembre. Los mercados funcionaron notablemente bien en el periodo inmediatamente posterior a los atentados terroristas. A pesar de la devastación acaecida en el bajo Manhattan (donde tienen su sede muchas instituciones financieras e infraestructuras del mercado, y donde se encuentran ubicados numerosos sistemas de comunicación), las interrupciones de las operaciones y de las actividades de acumulación de capital fueron sólo transitorias y los mercados regresaron a la normalidad de forma relativamente rápida. Es posible que la caída de Enron, aunque menos dramática que los acontecimientos del 11 de septiembre, haya mermado más la confianza del mercado, al poner en duda la calidad de la información que poseen los mercados financieros sobre las distintas sociedades.

Los mercados demostraron su capacidad de reacción ante duras pruebas

### Desórdenes después del 11 de septiembre

Los atentados terroristas del 11 de septiembre y las consiguientes pérdidas materiales y humanas en Nueva York ocasionaron trastornos importantes en los mercados financieros de Estados Unidos. La bolsa de Nueva York cerró durante cuatro días hábiles, lo que supone su interrupción más larga desde los años 30. Los mercados de operaciones con pacto de recompra (*repos*) y los de contado de títulos del Tesoro de Estados Unidos, se vieron especialmente afectados debido a las pérdidas sufridas por varias sociedades bursátiles, a los daños ocasionados en los sistemas de comunicación y al desplazamiento que tuvo que realizar un importante banco de compensación al perder sus principales instalaciones. Estos problemas en su conjunto impidieron, durante varios días después de los atentados, la liquidación de *repos* por un valor de miles de millones de dólares. Esto produjo un aumento sin precedentes en el número de transacciones "fallidas" en los mercados de

Los atentados terroristas ocasionaron desórdenes importantes ...

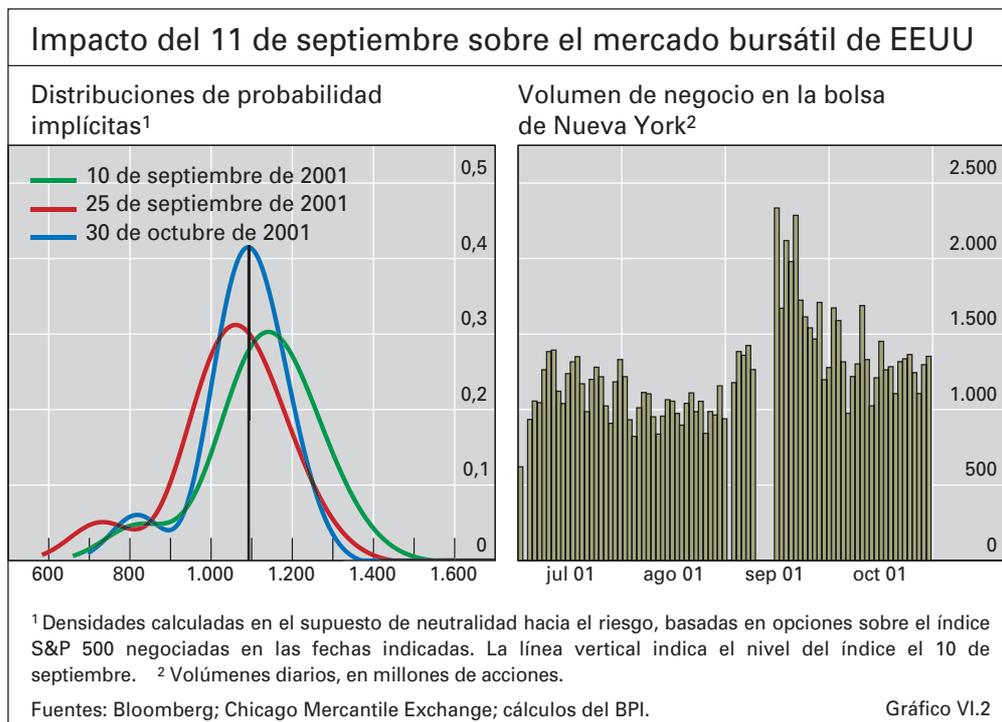


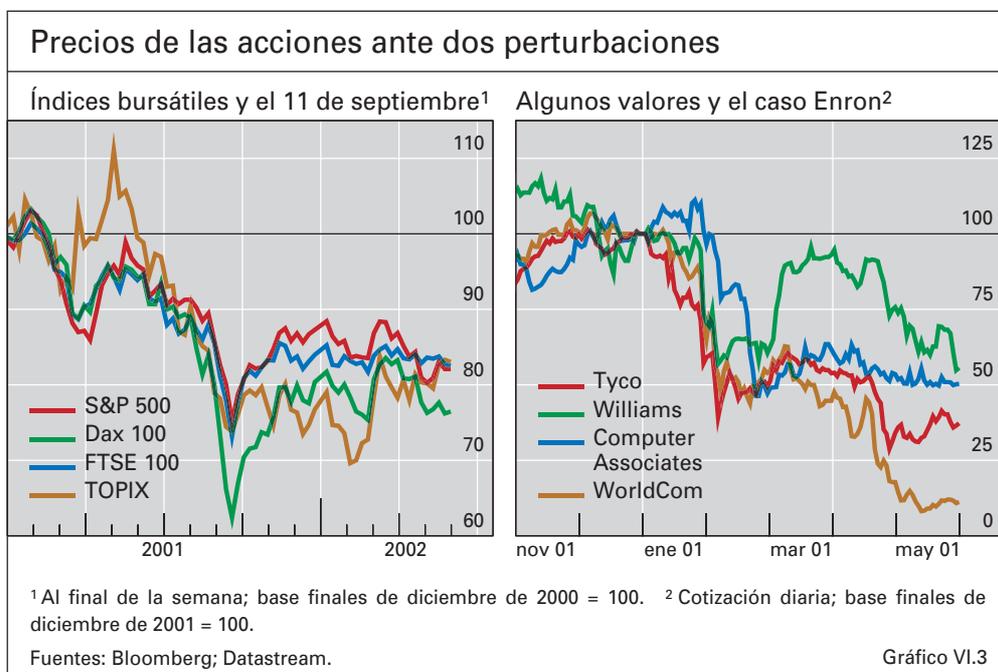
contado de títulos del Tesoro y de *repos* (véase gráfico VI.1), lo cual a su vez impulsó la demanda de algunos valores del Tesoro, especialmente los pagarés de más reciente emisión.

... pero las autoridades monetarias y los participantes en el mercado respondieron con celeridad

Las autoridades monetarias y los participantes en el mercado respondieron rápidamente. La Reserva Federal de Estados Unidos inyectó grandes cantidades de liquidez en el sistema bancario y bajó su tipo de interés objetivo de los fondos federales cuando volvieron a abrirse los mercados de acciones el 17 de septiembre. La Reserva Federal también tomó una serie de medidas para combatir las dificultades del mercado de *repos*, como la relajación de las restricciones para acceder a su facilidad de préstamo de valores. A finales de septiembre, la Reserva Federal había prestado 70 mil millones de dólares en valores, aceptando como colateral títulos para los que existía menor demanda. Otros bancos centrales también bajaron sus tipos de interés oficiales, y algunos acordaron *swaps* con la Reserva Federal a fin de calmar las inquietudes en torno a una posible merma de la disponibilidad de dólares para instituciones financieras extranjeras. Los participantes en el mercado prorrogaron las horas de liquidación y colaboraron de muchas otras maneras para facilitar la distribución de liquidez.

Todos estos esfuerzos se vieron enormemente facilitados por los planes de emergencia elaborados dos años antes como parte de los preparativos para resolver los problemas informáticos relacionados con la adaptación al año 2000. Sin embargo, una deficiencia importante de estos planes fue el hecho de no poner a prueba los mecanismos de seguridad recíproca de los sistemas de comunicaciones. Algunos participantes habían dado por supuesto que aunque fallaran sus propios sistemas, los sistemas de sus contrapartes no tenían por qué fallar. Algunos ni siquiera tenían la información de contacto de sus





contrapartes en caso de emergencia en sus propias instalaciones secundarias. Además, las líneas telefónicas de muchos participantes pasaban por la misma centralita que sus líneas telefónicas principales, es decir, por el World Trade Center. La pérdida de los enlaces de comunicación interrumpió el proceso de negociación y liquidación durante varios días. Sin embargo, las iniciativas de los participantes, como por ejemplo compartir recursos, así como el trabajo fervoroso de los servicios públicos redujo el alcance de dichas perturbaciones.

Los atentados exacerbaron los temores de una fuerte corrección a la baja en los precios de las acciones. Antes de los atentados, la distribución a corto plazo de los rendimientos de las acciones incluida en los precios de las opciones sobre índices bursátiles ya presentaba un sesgo hacia la probabilidad de un gran descenso de los precios (véase el gráfico VI.2). La probabilidad percibida de este resultado aumentó de forma acusada inmediatamente después de los atentados y persistió hasta comienzos de octubre. En cuanto el precio de las acciones comenzó a recuperarse, la distribución de probabilidad se redujo, señalando un nivel general de incertidumbre más bajo, aunque los precios de las opciones siguieron indicando cierto sesgo hacia una caída significativa de los precios.

Cuando se desató la presión de venta que se había acumulado durante los días en que estuvieron cerradas las bolsas de Estados Unidos se produjeron volúmenes de negociación sin precedentes tras la reapertura (véase el gráfico VI.2). A pesar de ello, la negociación no sobrepasó la capacidad de las bolsas. La mayoría de los demás mercados también recuperó su funcionamiento prácticamente normal una semana después de los atentados. La volatilidad intradía del tipo de interés de los fondos federales se mantuvo excepcionalmente alta hasta octubre, pero el tipo de interés efectivo nunca se situó muy por encima del objetivo. El mercado de *repos* fue el último en volver a la normalidad, ya que allí persistieron hasta octubre los altos niveles de transacciones fallidas, que, de hecho,

No se verificaron los enlaces de seguridad

El mercado de *repos* fue el último en recuperar su funcionamiento normal

aumentaron durante las semanas inmediatamente posteriores a los atentados, debido a la escasez de emisiones recientes (“on-the-run”) utilizadas normalmente como colateral. La situación comenzó a mejorar el 4 de octubre, cuando el Tesoro de Estados Unidos vendió, en una subasta no programada, cantidades adicionales de pagarés de reciente emisión a diez años. A mediados de octubre, el índice de incumplimiento del mercado de *repos* había bajado a niveles moderados.

#### *Las repercusiones del caso Enron*

La quiebra de Enron en sí no alteró a los mercados energéticos

Enron Corporation, uno de los mayores participantes en los mercados de energía, se declaró en quiebra en diciembre de 2001. A diferencia del 11 de septiembre, el impacto inmediato de este acontecimiento sobre la estabilidad y la liquidez de los mercados en los que había operado fue, según la mayoría de las informaciones, insignificante. La negociación pasó rápidamente de Enron a sus rivales. Muchas empresas declararon pérdidas debido a sus posiciones frente a Enron. Sin embargo, debido en gran medida a la mejora en la gestión de los riesgos de contrapartida en los últimos años y la evolución de mercados de derivados de crédito, estas pérdidas fueron controlables y no afectaron a la solvencia de otras empresas. El empleo satisfactorio de pagarés vinculados a instrumentos crediticios y otros derivados sobre créditos para cubrir posiciones frente a Enron, junto con la fácil liquidación de la mayoría de estos contratos, lograron reforzar el interés de los participantes en el mercado en tales instrumentos.

Distintos estratos de supervisión empresarial fracasaron conjuntamente

Un aspecto significativo de las circunstancias que rodean al colapso de Enron fue el hecho de que parecieron fallar simultáneamente distintos estratos de la supervisión empresarial. Ni el consejo de administración, ni los auditores externos, ni los analistas bursátiles, ni las agencias de calificación crediticia, ni los acreedores, ni los inversionistas supieron llevar a cabo una evaluación crítica para averiguar de qué forma obtenía la dirección de Enron un crecimiento de los beneficios ostensiblemente elevado. En concreto, fueron pocos los que pusieron realmente en tela de juicio la verdadera naturaleza de las diversas transacciones extracontables que servían para ocultar las crecientes pérdidas de la empresa.

El mercado reaccionó frente al posterior escándalo

El fracaso simultáneo de los diversos componentes de la supervisión empresarial señala la existencia de un factor impulsor común, a saber, la tendencia a agudizarse de los conflictos de intereses en el proceso informativo cuando una empresa o el conjunto del mercado obtiene resultados muy positivos. Los mercados actuales han desarrollado un sistema de control y equilibrio para proteger la integridad del proceso informativo (véase el epílogo de este capítulo). En el caso de Enron, este sistema se vino abajo. Es interesante observar que la reacción del mercado bursátil ante la quiebra de la sociedad a comienzos de diciembre no fue en absoluto tan grave como la respuesta de finales de enero ante las noticias de que la sociedad de auditoría de Enron había destruido documentos, o la reacción a comienzos de febrero frente a un informe que detallaba cómo Enron se había valido de asociaciones y sociedades de gestión especializadas para inflar los beneficios y ocultar las pérdidas, por lo que empezó a descontar el riesgo contable en el

precio de las acciones. El mercado castigó especialmente a las acciones de grandes sociedades con informes financieros relativamente opacos (véase el gráfico VI.3, panel de la derecha).

## Los mercados bursátiles

Durante la mayor parte de 2001, los inversionistas bursátiles mostraron un enorme optimismo, primero intentando minimizar la evidente desaceleración, y luego anticipando con entusiasmo una fuerte recuperación. Aunque los puntos de vista cambiantes sobre el alcance y el grado de la recesión y sus consecuencias para los beneficios empresariales hicieron oscilar los precios en los mercados bursátiles (véase el gráfico VI.3, panel de la izquierda), en general, se mantuvo un alto nivel de confianza, gracias en gran medida a la fe en la efectividad de la política monetaria. Sin embargo, no fue la macroeconomía, sino la contabilidad, lo que minó la confianza en última instancia. En los primeros meses de 2002, el mayor escepticismo sobre la fiabilidad de la transparencia de la situación financiera de las empresas tras el colapso de Enron aumentó la incertidumbre sobre el precio de las acciones. Sin embargo, a principios de 2002, la relación entre valoración de mercado y beneficios alcanzó niveles sin precedentes. Teniendo en cuenta la caída de los beneficios (motivada por el reconocimiento de pérdidas excepcionales) y el aumento de la prima de riesgo de las acciones (debido a los recelos sobre el estado financiero), las valoraciones mostraron un pertinaz optimismo sobre el crecimiento de beneficios futuros.

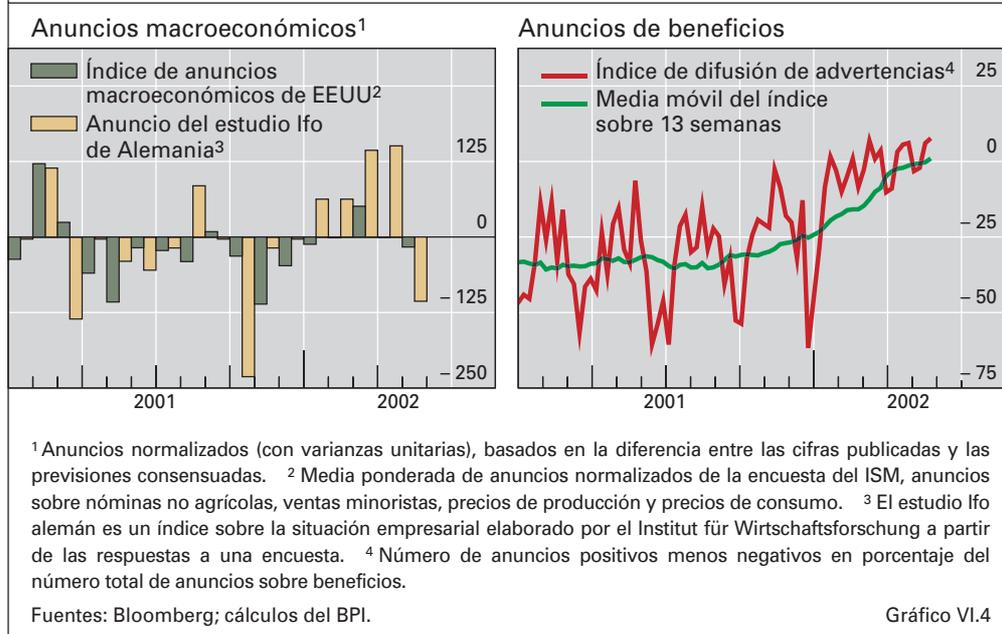
### *Adaptación al ciclo económico*

El mercado bursátil tardó en adaptarse a la desaceleración económica mundial. Tras una corrección de un año de duración, en abril de 2001, el mercado fue testigo de un repentino aumento de precios desencadenado principalmente por la convicción de que una posible recesión iría precedida de una relajación de la política monetaria. Durante el verano, el empeoramiento de las condiciones macroeconómicas y una serie de informes de beneficios empresariales decepcionantes lograron convencer a los inversionistas de que la desaceleración económica era real y de que el sector empresarial no podría evitarla (véase el gráfico VI.4). Los sectores tecnológicos sufrieron nuevamente un duro golpe, ya que sus primeras valoraciones habían sido más excesivas que las de los demás sectores (véase el 71º Informe Anual) y sus pérdidas contables fueron extraordinariamente grandes. En un primer momento, se confiaba en que Europa no se vería tan afectada como Norteamérica, pero esta posibilidad se desvaneció ante los decepcionantes datos económicos publicados, especialmente el estudio Ifo alemán durante los meses de verano. Por consiguiente, los mercados de acciones europeos se mantuvieron estrechamente correlacionados con los de Estados Unidos durante el periodo examinado.

La desaceleración no se tomó en serio hasta el verano

Los índices bursátiles alcanzaron su mínimo en las dos semanas siguientes a los atentados terroristas en Estados Unidos. En un primer momento, estos sucesos intensificaron el temor a una desaceleración

## Escrutinio de la información pública



Los precios tocaron fondo a finales de septiembre

económica mundial prolongada y produjeron una huida generalizada hacia activos seguros. Sin embargo, los precios de las acciones comenzaron a repuntar durante la semana siguiente a la reapertura de los mercados de Nueva York. Los inversionistas se sintieron alentados por la relajación coordinada de la política monetaria a escala mundial y por los acontecimientos políticos favorables. Los atentados habían creado una incertidumbre meramente transitoria, si bien de grado extremo, ya que una gran parte de esa incertidumbre se disipó poco después de que los mercados reanudaran sus operaciones.

Después, los mercados se recuperaron rápidamente, a pesar de los anuncios macroeconómicos negativos ...

En octubre, la opinión del mercado pareció cambiar aún más, cuando el repunte inicial de un mercado con capacidad de reacción se convirtió en una recuperación que duró hasta finales de año. Los mercados empezaron a descontar la recuperación a pesar de las noticias, negativas en su mayoría, procedentes de los anuncios macroeconómicos, a los que se prestó especial atención. Los inversionistas parecieron estar más tranquilos tras la relajación monetaria, la estabilidad de los indicadores macroeconómicos y las buenas noticias de que el PIB de Estados Unidos había crecido tímidamente en el cuarto trimestre. Los éxitos militares de la coalición antitalibán en Afganistán aplacaron los temores de que el conflicto en ese país pudiera resultar prolongado y desestabilizador. Los anuncios de beneficios empresariales durante el primer trimestre de 2002 —al contrario que durante la mayor parte de 2001— tendieron a mostrar un mejor equilibrio entre anuncios positivos y negativos con respecto a las predicciones de los analistas.

... pero las revelaciones sobre el caso Enron impactaron en los inversionistas a principios de 2002

Paradójicamente, cuando los datos de las perspectivas mundiales se tornaban más positivos, el mercado bursátil comenzó a flaquear de nuevo. En enero y febrero de 2002, los datos de inexactitudes en los balances financieros públicos de varias empresas prominentes crearon escepticismo sobre la integridad de la información empresarial, lo cual debilitó la

confianza de los participantes en el mercado y contribuyó a poner fin a la recuperación. Si bien las prácticas contables de Enron fueron tal vez las más llamativas, no fue éste el único caso en el que se intentó alterar la declaración de beneficios. Por ejemplo, la quiebra de Global Crossing en diciembre puso de relieve la práctica de utilizar contratos de trueque de capacidad de las redes de telecomunicaciones para inflar artificialmente los ingresos declarados. La primera reacción de los inversionistas fue una amplia liquidación generalizada de posiciones en los mercados bursátiles, lo que produjo descensos en los principales índices bursátiles a finales de enero y comienzos de febrero.

En Japón, la debilidad del sistema financiero nacional y la percepción de falta de progreso en los intentos de reforma ejercieron una fuerte influencia sobre las valoraciones. La caída de los principales índices bursátiles japoneses desde mayo hasta septiembre, aunque paralela a las bajadas registradas en otros mercados mundiales, fue mucho más pronunciada. La encuesta *Tankan* publicada en julio ponía de manifiesto una economía sorprendentemente débil y las noticias posteriores sobre el empeoramiento de las perspectivas mundiales, parecieron traer mayor pesimismo a Tokio que a ninguno del resto de los principales mercados. Después de septiembre, los mercados bursátiles japoneses no participaron en la recuperación mundial, y el índice Nikkei alcanzó su nivel más bajo de los últimos 18 años a comienzos de febrero de 2002. Irónicamente, es posible que la quiebra de una gran empresa de construcción a finales de mes desencadenara la recuperación del mercado durante el mes de marzo. Los inversionistas esperaban que la sociedad fuera rescatada y tal vez tomaron su quiebra como una señal de que pronto sobrevendrían serios esfuerzos de reestructuración empresarial y financiera.

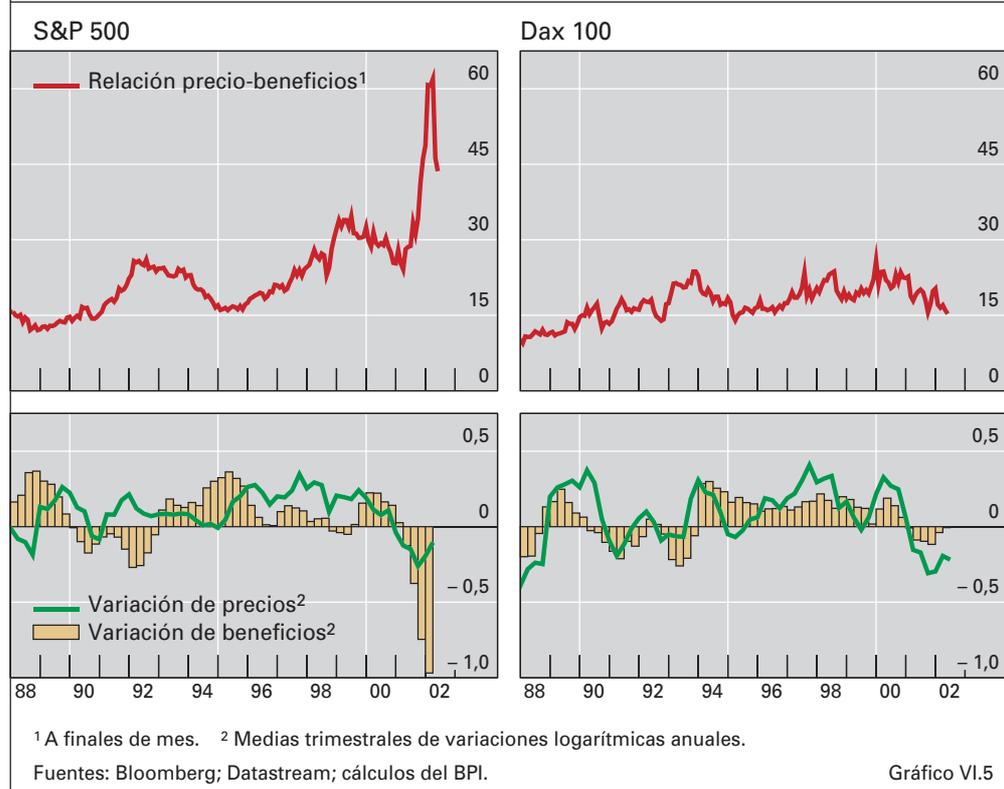
Las acciones japonesas no participaron en la recuperación mundial

#### *Optimismo duradero en medio de alta volatilidad*

A pesar de la extraordinaria corrección que había tenido lugar desde abril de 2000, los precios de las acciones siguieron impulsados por las expectativas de altas tasas de crecimiento de los beneficios. El coeficiente precio/beneficios en Estados Unidos se mantuvo muy alto en 2001 con respecto a sus niveles históricos, con unos beneficios que disminuían más que los precios (véase el gráfico VI.5). Las cifras europeas fueron más moderadas, ya que los precios bursátiles cayeron más que en Estados Unidos y los beneficios se redujeron en menor medida. Esta relación tan elevada se debió, en parte, a los bajos niveles de tipos de interés reales, aunque también a las expectativas de mayores beneficios, ya que los precios de las acciones suelen anticipar la recuperación de los beneficios al final de una recesión. Por ejemplo, el coeficiente precio/beneficios aumentó en Estados Unidos en los años 1991–92 y en Alemania en 1993. Sin embargo, los niveles alcanzados por los indicadores estadounidenses en 2001 y 2002 no tienen precedentes. A finales de 2001, el índice bursátil S&P 500 se negociaba a 49 veces el nivel de beneficios, lo que equivale a más del triple del valor medio de 14 alcanzado en 1970–95. A finales de marzo de 2002, este coeficiente alcanzó un nivel de 62.

Continuaron las altas valoraciones

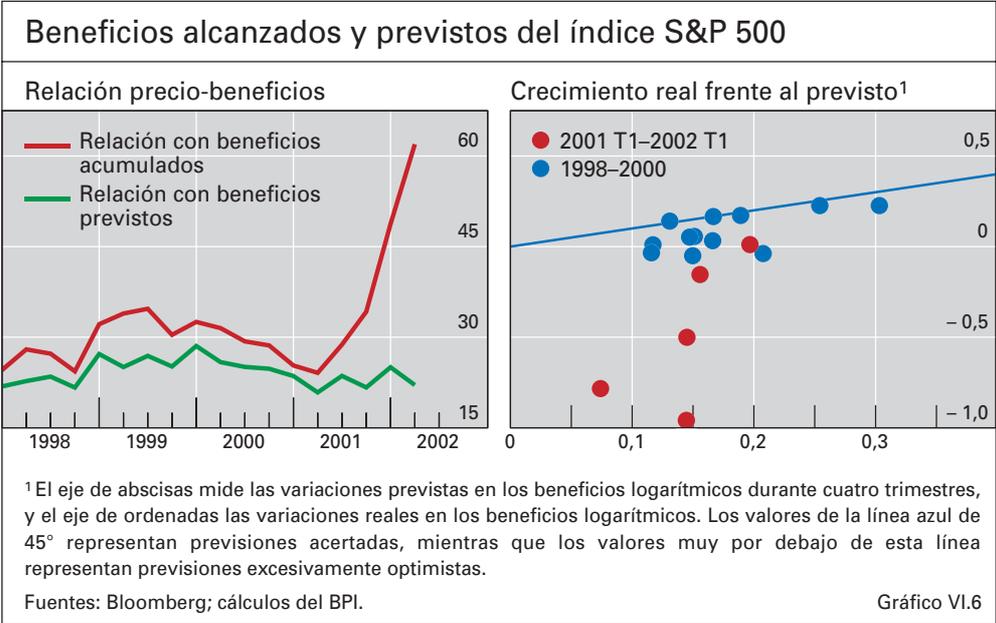
## Mercados bursátiles: precios y beneficios



Los beneficios cayeron rápidamente por el reconocimiento de pérdidas contables excepcionales ...

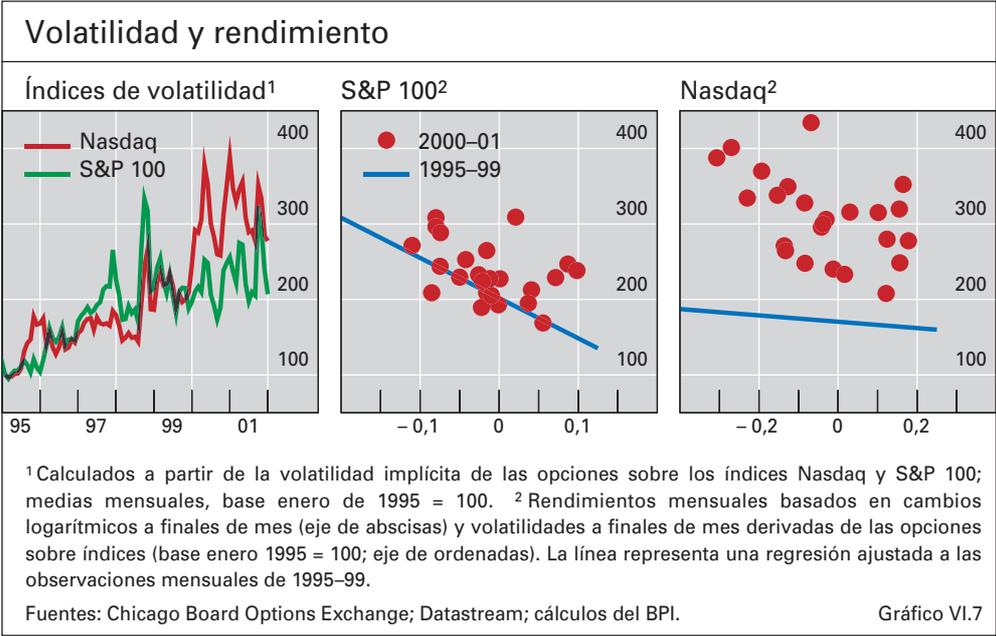
... pero las valoraciones se mantuvieron elevadas por otros motivos

Los elevados coeficientes de Estados Unidos también reflejaban una serie de minusvalías excepcionales sin precedentes, lo que causó el desplome de las mediciones contables del beneficio neto. Durante el año 2001, incluso las sociedades con balances y perspectivas de beneficios relativamente fuertes decidieron reconocer que una parte considerable de sus inversiones pasadas, especialmente las numerosas adquisiciones financiadas mediante canjes de acciones ordinarias, habían resultado ser fracasos muy caros. Por ello, algunos inversionistas se concentraron en las variables de previsión, como el flujo de caja o los beneficios operativos por acción, en lugar de guiarse por las medidas contables del beneficio que incorporan la pérdida de valor de los activos. La decisión de confiar en estas medidas implicaba que en el futuro sería mucho menos probable volver a tomar decisiones de inversión tan malas como las anteriores. Los coeficientes precio/beneficios basados en las ganancias previstas, que incorporaban expectativas de una sólida recuperación de la rentabilidad, fueron más moderados que las que se basaban en las ganancias anteriores (véase el gráfico VI.6). Aun así, estas cifras fueron también elevadas comparadas con la experiencia histórica, teniendo en cuenta el nivel del tipo de interés real y la prima de riesgo a los que dieron lugar los problemas de información relacionados con Enron. Además, el crecimiento real de los beneficios durante los últimos años ha tendido situarse por debajo de los niveles esperados. Después de una época con mercados en alza, en los que aparentemente se maquillaban a menudo los beneficios para que superaran ligeramente las expectativas, en 2001 y a comienzos de 2002 estas cifras parecían no poder sostenerse.



La incertidumbre sobre las valoraciones, junto con la tendencia de los participantes del mercado a reaccionar con ímpetu ante cualquier atisbo de noticias positivas o negativas, produjo un alto grado de volatilidad diaria en los mercados bursátiles. Por ejemplo, en abril de 2001, la noticia de que Dell Computer Corporation alcanzaría su muy reducida estimación de beneficios hizo subir el índice Nasdaq un 9% y el MSCI World Index un 3% en un sólo día. Esta tendencia se refleja en los niveles de volatilidad implícita en los precios de las opciones sobre índices bursátiles (véase el gráfico VI.7). Este aumento de la volatilidad no fue motivado simplemente por la caída de los precios de las acciones. Mientras que en años anteriores la volatilidad implícita tendió a ser mayor cuando los precios bajaban, en 2000 y 2001 la volatilidad se elevó muy por encima de lo que hubiera sido de esperar

Incluso cuando los mercados eran fuertes, aumentaron los peligros percibidos



teniendo en cuenta la relación anterior entre la volatilidad y la evolución de los precios. Así ocurrió claramente con el índice Nasdaq, integrado por un gran número de empresas tecnológicas.

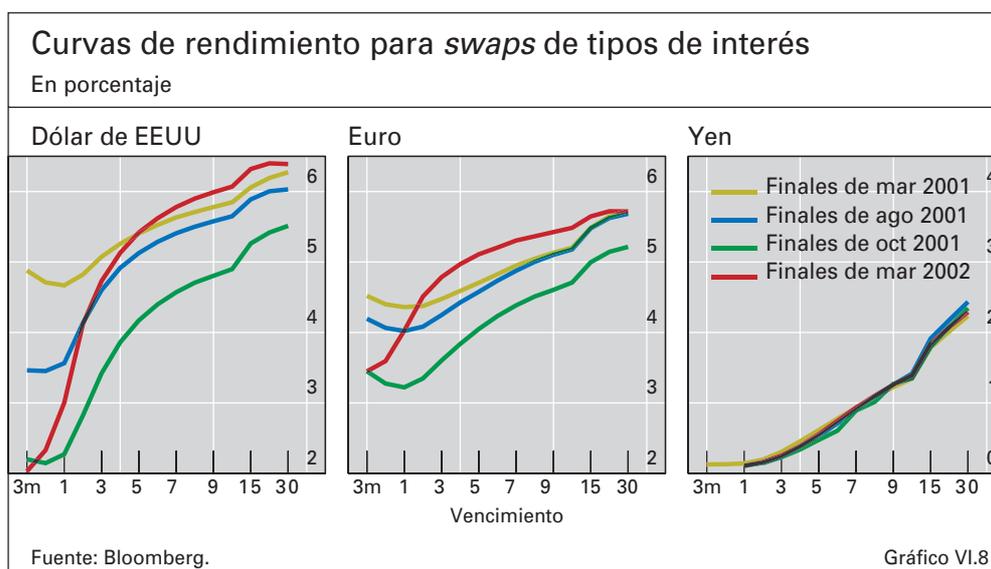
## Los mercados de renta fija

Los mercados de bonos alternaron entre el optimismo y el pesimismo en 2001 y durante los primeros meses de 2002, a medida que lo hacían los mercados de acciones. Ante una inflación relativamente estable, los niveles de rendimiento de los *swaps* se vieron influidos por las expectativas sobre la duración y el alcance de la desaceleración mundial y sobre el momento en el que las políticas monetarias volverían a endurecerse. Los diferenciales de crédito, que permanecieron estables durante el primer semestre de 2001 cuando se esperaba que la recesión fuera breve y moderada, se ensancharon en el tercer trimestre cuando cundieron inquietudes acerca de una desaceleración económica más prolongada. No obstante, la mayoría de los prestatarios empresariales y soberanos no experimentaron mayores problemas al lanzar emisiones de deuda a largo plazo. El resistente mercado de bonos resultó ser un canal de financiación extremadamente importante hacia finales de 2001 y comienzos de 2002, cuando se produjo una reducción de los fondos disponibles en los mercados de deuda a corto plazo, debido a los altibajos en los mercados de efectos comerciales y a la creciente aversión al riesgo de los bancos comerciales.

### *Las curvas de rendimiento reaccionaron ante la política monetaria*

Durante el periodo examinado, las curvas de rendimiento estuvieron dirigidas por las expectativas sobre cómo respondería la política monetaria ante la evolución macroeconómica. Las curvas del dólar y del euro registraron un descenso cuando empeoraron las noticias macroeconómicas, pero al mejorar las perspectivas adoptaron una pendiente alcista muy pronunciada (véase el gráfico VI.8). Los rendimientos de los *swaps* a largo plazo en dólares

Las curvas de rendimiento descendieron y repuntaron después ...



y euros se mantuvieron constantes durante el primer semestre de 2001, cuando se esperaba una desaceleración económica relativamente breve y moderada. Entre julio y octubre, los rendimientos a largo plazo fueron bajando gradualmente a medida que los inversionistas se iban adaptando al empeoramiento de los anuncios macroeconómicos, hasta que después del 11 de septiembre, se refugiaron en los títulos que ofrecen seguridad y calidad. Como consecuencia de esta huida hacia la seguridad y de las renovadas expectativas de que la desaceleración económica llegase rápidamente a su término, se registró un rápido aumento de los rendimientos a largo plazo en noviembre y durante la primera quincena de diciembre. Estas expectativas reflejaban la confianza en una nueva relajación de la política monetaria de Estados Unidos. Por consiguiente, a comienzos de 2002, la curva de rendimientos denominados en dólares de Estados Unidos alcanzó su pendiente más pronunciada desde comienzos de 1994, aun cuando el nivel absoluto de los tipos de interés a largo plazo se mantuvo cerca de mínimos históricos. En la zona del euro, donde la política monetaria se relajó menos, el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos fue menos pronunciada.

... cuando los inversionistas apostaron por la influencia de una suavización monetaria

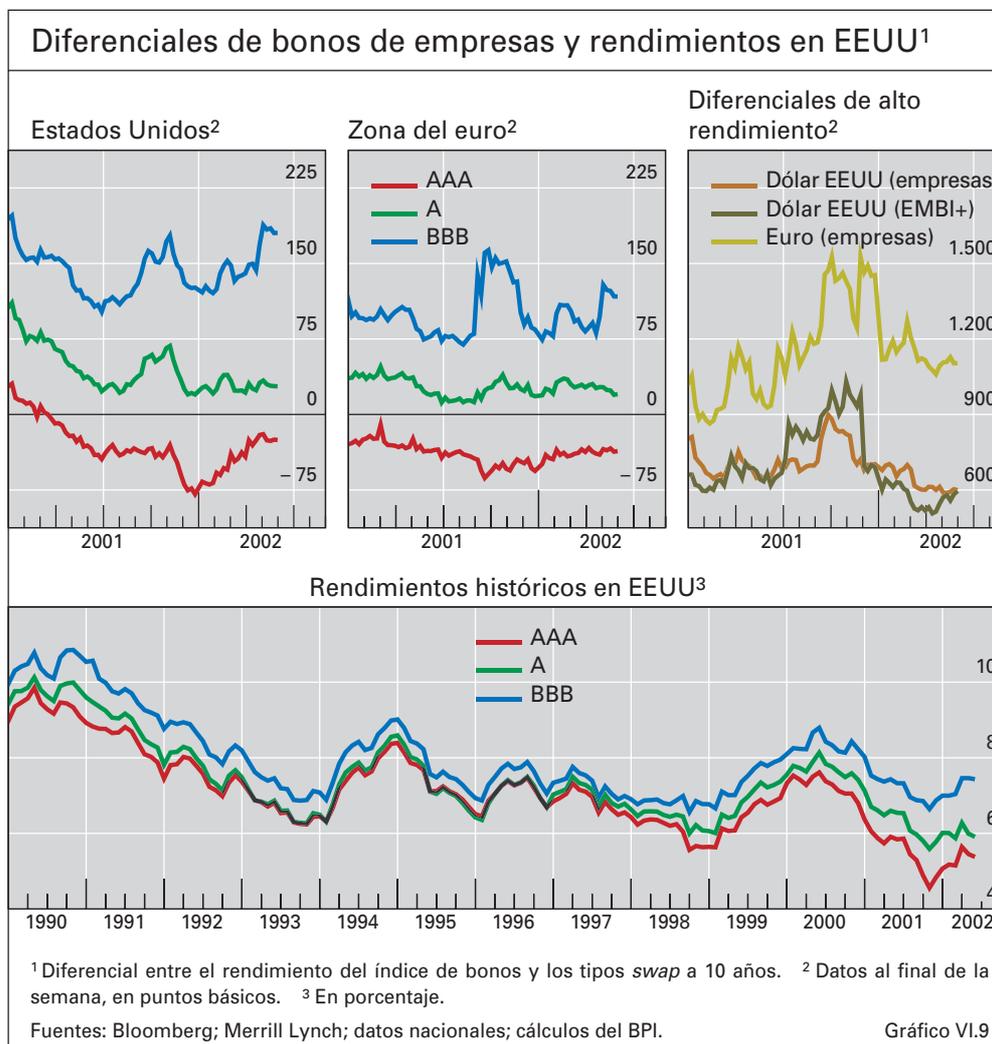
Entre las monedas principales, la curva de rendimientos del yen fue la única que se mantuvo prácticamente inalterada durante la mayor parte de 2001 y comienzos de 2002. Los tipos de interés a corto plazo se habían anclado en un nivel cercano a cero y los inversionistas no esperaban cambios significativos en la política monetaria japonesa en un futuro próximo, en vista de la continua debilidad del crecimiento de la economía. Otras consideraciones similares mantuvieron bajos los tipos de interés para los vencimientos más largos. Al mismo tiempo, los rendimientos a largo plazo siguieron episodios intermitentes de presión alcista en respuesta a la continua acumulación de deuda pública. Los inversionistas se mostraron mucho más cautos frente a los activos japoneses debido al empeoramiento de la situación fiscal y del lento avance de la reforma estructural, como pusieron de manifiesto las decisiones de las principales agencias calificadoras de rebajar la calificación crediticia de la deuda soberana de Japón.

La curva de rendimiento del yen no se modificó ...

#### *El mercado de bonos empresariales demostró su capacidad de reacción*

El mercado de bonos empresariales, caracterizado por una notable capacidad de recuperación, fue la nota positiva en los mercados financieros mundiales durante este periodo. Los diferenciales de crédito tendieron a estrecharse a medida que aumentaban los rendimientos de los índices de referencia, al vincular los inversionistas las perspectivas de mejora de la calidad crediticia de las emisiones empresariales con la posibilidad de una rápida recuperación del crecimiento (véase el gráfico VI.9, paneles superiores). En el primer semestre de 2001, los diferenciales se redujeron, ya que los inversionistas empezaron a mirar más allá de la contracción del crecimiento económico y el aumento de las tasas de incumplimiento, pues consideraban que estos datos ya se habían incorporado a los rendimientos de los bonos. En el tercer trimestre, cuando la desaceleración demostró ser más grave de lo previsto y siguieron aumentando los incumplimientos, se ampliaron los diferenciales

Los diferenciales de crédito empresariales se estrecharon ...



... aunque se mantuvo cierto escepticismo

de prácticamente todas las clases de riesgo, pero no volvieron a reducirse hasta noviembre cuando, se recuperó el optimismo. Por ello, en septiembre de 2001, los costes generales del endeudamiento empresarial descendieron hasta alcanzar niveles sin precedentes en términos nominales, y posteriormente registraron un aumento apenas moderado (véase el gráfico VI.9, panel inferior). A pesar de estas condiciones, no desaparecieron ciertos ámbitos de escepticismo, como demuestra el aumento de la brecha entre los instrumentos con calificación BBB y A. Las inquietudes relacionadas con la solidez de los balances empresariales y la fiabilidad de la información financiera facilitaron un nuevo aumento de los diferenciales en los primeros meses de 2002.

Las rotaciones de los diferenciales crediticios empresariales en 2001 y 2002 parecen deberse, al menos en parte, al aumento de la prima de liquidez, que encubría un descenso gradual del precio del riesgo crediticio *per se*. Esto puede verse en el desglose del diferencial entre los bonos empresariales denominados en dólares de Estados Unidos con calificación BBB y los bonos del Tesoro, en tres componentes: el riesgo crediticio, la liquidez y la prima única que pagan los inversionistas por los títulos de emisión reciente (“on-the-run”) del Tesoro (véase el gráfico VI.10). El precio de mercado del riesgo

## Desglose de diferenciales de bonos empresariales

Factores de riesgo que afectan a los diferenciales de bonos BBB, en puntos porcentuales<sup>1</sup>



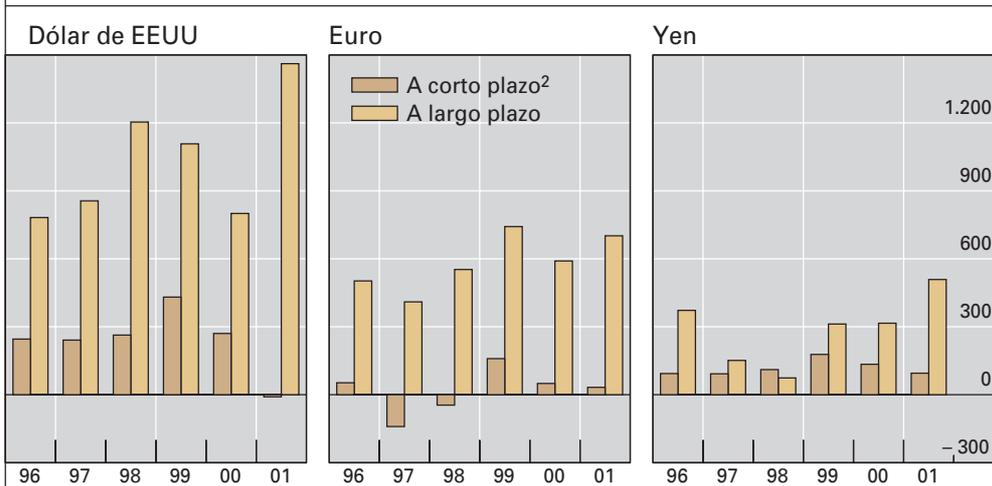
<sup>1</sup> Diferencial del bono empresarial BBB de Merrill Lynch de 7 a 10 años frente a rendimientos de títulos recientes ("on the run") del Tesoro. <sup>2</sup> Prima por asumir riesgo crediticio. <sup>3</sup> Prima que los inversionistas están dispuestos a pagar por la mayor liquidez de los títulos del Tesoro recientes ("on the run") frente a los títulos del Tesoro menos líquidos ("off the run"). <sup>4</sup> Prima que se asigna solamente a los títulos del Tesoro, y que refleja las ventajas de tener títulos del Tesoro frente a otros activos.

Fuentes: V. Reinhart y B. Sack, "The changing information content of market interest rates", *BIS Quarterly Review*, junio de 2002; cálculos más recientes de B. Sack; Merrill Lynch. Gráfico VI.10

crediticio cayó gradualmente desde un nivel cercano a 150 puntos básicos a comienzos de 2001, hasta alcanzar aproximadamente 80 puntos básicos en el primer trimestre de 2002, con un breve repunte en septiembre. Esta mejora más o menos sostenida invirtió el pronunciado aumento de las primas de riesgo crediticio que acompañó al estallido de la burbuja tecnológica en el año 2000. Sin embargo, los diferenciales de medición convencional ocultaron la caída del precio del riesgo crediticio, al coincidir con un sostenido aumento

## Emisión neta de títulos de deuda según su vencimiento<sup>1</sup>

En miles de millones de dólares de EEUU



<sup>1</sup> Instrumentos y bonos del mercado monetario emitidos en mercados nacionales e internacionales.

<sup>2</sup> Instrumentos con vencimiento original de un año o menos.

Fuentes: Banco de Inglaterra; Dealogic; Euroclear; International Securities Market Association; Thomson Financial Securities Data; datos nacionales; BPI. Gráfico VI.11

de la prima de rendimiento que exigen los inversionistas por tener títulos menos líquidos.

La financiación a largo plazo a través de los mercados de bonos fue muy fuerte

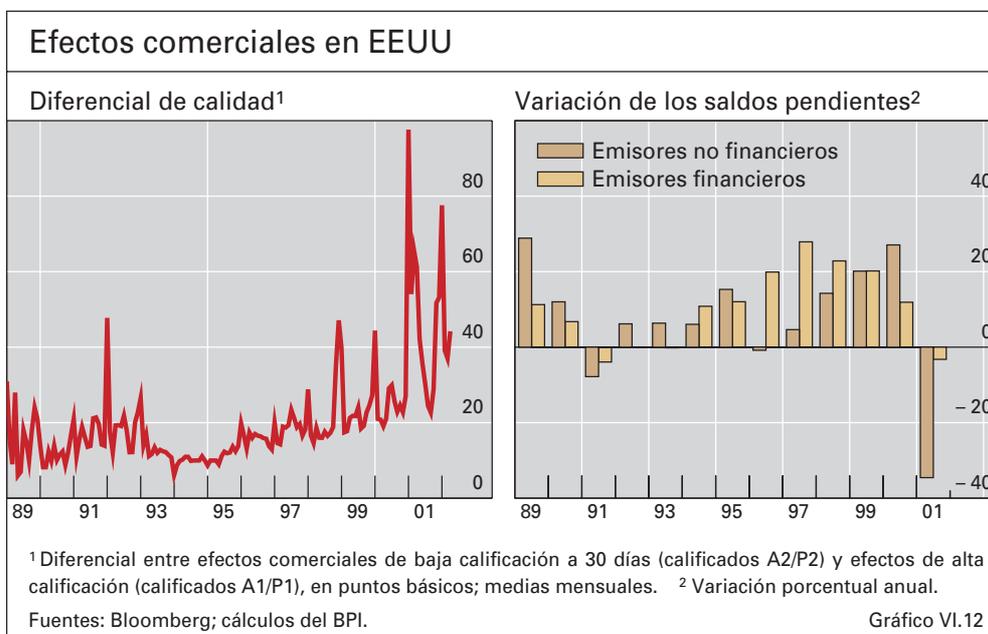
A pesar de la desaceleración económica y de aumentos ocasionales de los diferenciales, la financiación a través de los mercados de bonos a largo plazo funcionó bien durante la mayor parte de 2001 (véase el gráfico VI.11). Esta tendencia se percibió principalmente en el mercado denominado en dólares de Estados Unidos, en el que la actividad de las empresas empujó la emisión neta de títulos a largo plazo hasta nuevos máximos. El mercado de bonos empresariales en euros siguió afianzándose, incentivado por la fuerte emisión de las empresas de telecomunicaciones y fabricantes de coches. En Japón, el considerable nivel de endeudamiento del Estado favoreció el crecimiento del mercado de bonos.

#### *Los prestatarios pasaron de deuda a corto plazo a deuda a largo plazo*

Parte de la emisión de deuda a largo plazo se debió al abandono de la deuda a corto plazo por parte de los prestatarios. La desaceleración económica y la consiguiente reducción de la necesidad de capital circulante para las empresas explican parcialmente el descenso de emisiones a corto plazo. Además, los rendimientos de los instrumentos a largo plazo, históricamente escasos, motivaron a los prestatarios para alargar los vencimientos de su deuda. Al mismo tiempo, algunas importantes sociedades de Estados Unidos vieron desaparecer su acceso al mercado de efectos comerciales debido a rebajas en su calificación crediticia, pero descubrieron que aún podían conseguir financiación en el mercado de bonos de empresa. En la zona del euro, las empresas canjearon los créditos puente a corto plazo adquiridos en 2000 y 2001 para financiar fusiones y adquisiciones y para comprar licencias de telefonía móvil de tercera generación.

El mercado de efectos comerciales se contrajo debido a preocupaciones crediticias ...

En Estados Unidos, las difíciles condiciones de financiación en el mercado de efectos comerciales obligaron a muchos prestatarios a reducir su dependencia de este canal para la obtención de fondos. Los impagos del servicio público de electricidad de California en enero de 2001 sorprendieron a muchos inversionistas del mercado de efectos comerciales y aumentaron su vulnerabilidad al riesgo crediticio, lo que a su vez acentuó las reacciones de los mismos ante el creciente número de revisiones a la baja de calificaciones crediticias en 2001. Siendo éste un mercado donde los principales compradores —a saber, los fondos de inversión en activos del mercado monetario—, tiene absolutamente prohibido mantener más del 5% de sus carteras en títulos que no sean de primera calidad, las rebajas de la calificación crediticia y los impagos redujeron aún más la escasa demanda existente. La mayor aversión al riesgo de crédito contribuyó a que se produjeran diferenciales excepcionalmente amplios y volátiles en el mercado de efectos comerciales denominados en dólares de Estados Unidos (véase el gráfico VI.12). La magnitud del descenso en la emisión de efectos comerciales da una idea de lo extraordinarias que resultan las dificultades por las que atraviesa este mercado. Mientras que durante la anterior recesión estadounidense en 1991 la cantidad de efectos comerciales pendientes emitidos por empresas no financieras cayó un 8%, en 2001 la caída fue de



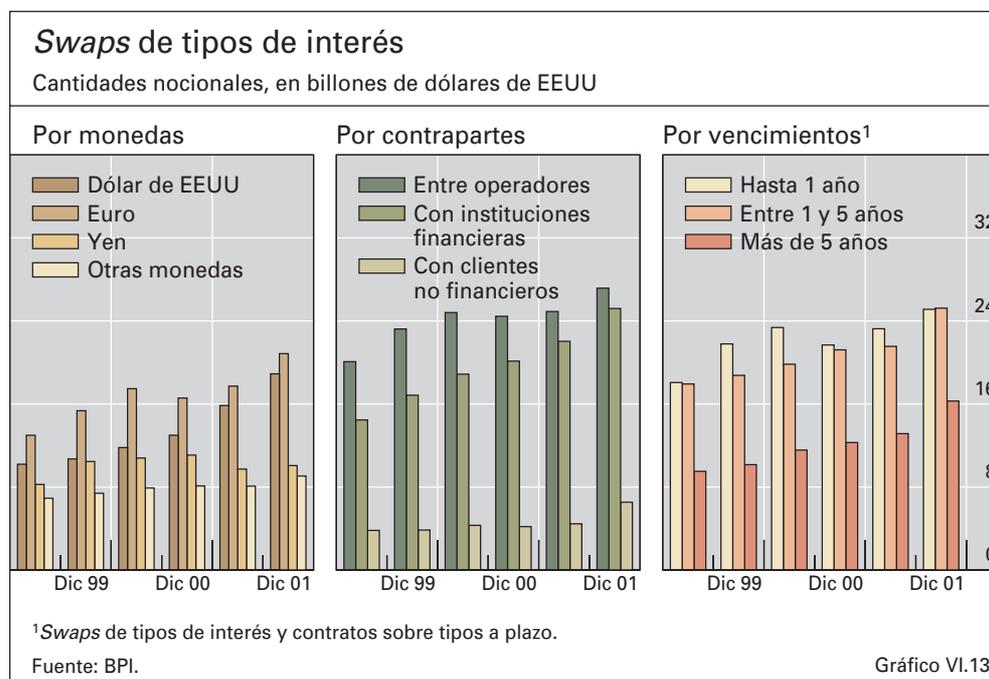
un 35%. Los prestatarios también fueron acudiendo en mayor número al mercado de efectos comerciales respaldados por activos, donde el uso de efectos a cobrar como colateral reduce la importancia del riesgo de crédito.

El hecho de que los principales bancos se mostrasen cada vez más reacios a extender las facilidades crediticias que habían concedido en el pasado para respaldar programas de emisión de efectos comerciales, vino a agravar los problemas de este mercado. Anteriormente los bancos habían tendido a gravar estas líneas con diferenciales crediticios reducidos, con la esperanza de conseguir suscripciones, asesoría y otros negocios más rentables de los emisores. El riesgo de esta estrategia se hizo demasiado evidente cuando varios prestatarios de alto rango, al verse forzados a renunciar al mercado de efectos comerciales, acudieron a líneas de crédito con diferenciales muy por debajo de los tipos de mercado. El principal proveedor de estas líneas anunció a continuación su retirada del negocio. Irónicamente, estas facilidades de crédito se habían creado en los años 70 para aliviar los problemas de financiación en el mercado de efectos comerciales, que era propenso a bloquearse. Para 2001, estas facilidades subsidiarias se habían convertido en un requisito *de facto* para la emisión de efectos comerciales y, por tanto, su retirada sólo consiguió exacerbar la estrechez del mercado.

Algunos emisores de deuda a largo plazo decidieron seguir pagando tipos de interés a corto plazo mediante la formalización de contratos *swap* sobre tipos de interés, apoyando así el crecimiento de los segmentos a medio y largo plazo de este mercado (véase el gráfico VI.13). La demanda adicional de agentes en busca de financiación a tipo fijo contribuyó a un estrechamiento de los diferenciales de los *swaps* en dólares y euros frente a los títulos del Estado en el primer trimestre de 2002. Sin embargo la parte del mercado con contrapartidas no financieras se mantuvo bastante reducida.

... y a la retirada de facilidades de crédito de respaldo bancarias

Algunas emisiones cambiaron tipos de interés fijos por variables



## Financiación de la deuda externa para los mercados emergentes

La capacidad de recuperación demostrada por los principales mercados financieros durante el periodo examinado quedó también de manifiesto en los mercados emergentes. A pesar de la desaceleración mundial y de los problemas financieros en Argentina y en Turquía, la mayoría de los prestatarios encontraron condiciones de financiación externa favorables, con diferenciales crediticios estables e incluso contrayéndose. No obstante, los flujos de deuda hacia los mercados emergentes se mantuvieron prácticamente inalterables. La emisión neta de títulos de deuda internacional por parte de los mercados emergentes ascendió a un total de 45 mil millones de dólares en 2001, cifra comparable al promedio de emisiones durante el periodo 1998–2000, y los reintegros a bancos extranjeros siguieron superando los préstamos nuevos, lo que produjo una contracción de 14 mil millones de dólares en préstamos transfronterizos. Los flujos de deuda se vieron afectados por la reticencia de los inversionistas a invertir en las economías en crisis, así como por la débil demanda de financiación externa de los países asiáticos y exportadores de petróleo. Los prestatarios con mejor calificación no tuvieron dificultades para encontrar financiación en los mercados de bonos internacionales, pero el acceso a la financiación externa resultó más difícil para aquellos que tenían calificaciones más bajas.

### *Contagio limitado a pesar de graves crisis*

Los bancos y los inversionistas en bonos redujeron drásticamente el crédito a los países afectados por la crisis. Durante el año 2000, las entidades turcas, especialmente los bancos, habían sido los mayores prestatarios del mercado emergente en el sector de préstamos sindicados, mientras que el gobierno argentino fue el principal emisor en el mercado de bonos internacionales. En 2001, el acceso al mercado de estos países se deterioró considerablemente.

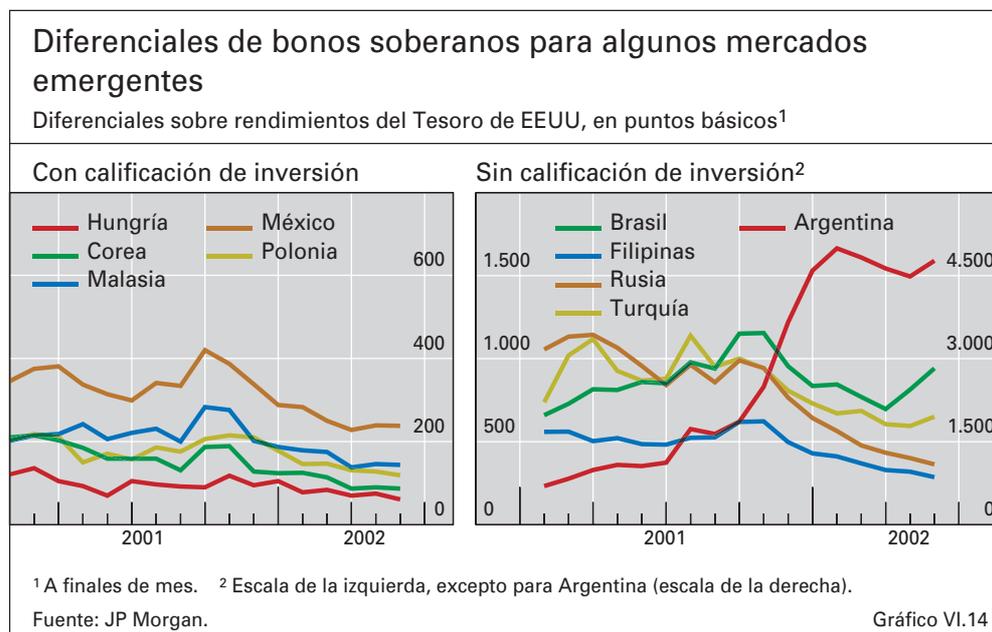
Drástica reducción del crédito para Turquía y Argentina

Los diferenciales de la deuda turca fueron elevados y volátiles hasta finales de año. Por su parte, los de la deuda argentina registraron aumentos sustanciales en varias ocasiones, produciéndose los más significativos en julio, después de una subasta de deuda estatal con suscripción muy escasa, y en noviembre, cuando el gobierno anunció una reestructuración de la deuda en manos de residentes (véase el gráfico VI.14). A finales de 2001, Turquía comenzó a recuperar su acceso al mercado, tras el fortalecimiento del programa acordado con el FMI, pero se interrumpió la financiación privada y oficial para Argentina. Los bancos internacionales redujeron los préstamos transfronterizos concedidos a Turquía en un 24% durante 2001, y a Argentina en un 12%. Un dato que ilustra mejor las dificultades por las que atravesó Argentina fue la masiva repatriación de los activos extranjeros que tenían los bancos locales, a fin de satisfacer la necesidad de liquidez en dólares. Entre finales de 2000 y finales de 2001, el volumen de depósitos colocados en bancos en el extranjero por bancos de Argentina cayó de 23 mil a 6 mil millones de dólares.

Otros países también se enfrentaron a condiciones de financiación difíciles durante el periodo examinado, siendo particularmente vulnerables aquellos con una elevada carga del servicio de su deuda o con otros problemas internos. Las presiones financieras y económicas en Uruguay se vieron agravadas por los acontecimientos en Argentina y produjeron la pérdida de la tan codiciada calificación de inversión. Los diferenciales de la deuda de Venezuela aumentaron a medida que los inversionistas perdían confianza en las políticas gubernamentales, y se redujeron tras la flotación del bolívar en febrero de 2002.

Los episodios de contagio fueron de corta duración y generalmente limitados. La presión de venta afectó a un número sorprendentemente alto de mercados emergentes en julio, incluidos Brasil y Sudáfrica, en respuesta a la pobre suscripción de la subasta de Argentina. Asimismo, la fuga mundial

Contagio limitado en julio y septiembre ...



hacia títulos de calidad que se produjo inmediatamente después del 11 de septiembre hizo aumentar los diferenciales crediticios para muchos prestatarios de mercados emergentes. Sin embargo, en ambos casos, la revisión de los precios del riesgo crediticio resultó pasajera y volvieron a registrarse las tendencias observadas antes de cada episodio, caracterizadas por una cuidadosa elección por parte de los inversionistas entre mercados emergentes. Por ejemplo, a mediados de octubre, los diferenciales de los bonos brasileños ya se habían desvinculado de los diferenciales argentinos. El aumento de los diferenciales brasileños en el segundo semestre de 2002 reflejó, en gran medida, la incertidumbre política del país.

El incumplimiento del gobierno argentino a finales de año tuvo pocas consecuencias inmediatas para otros mercados emergentes. Como se explica en el capítulo V, la larga anticipación de la crisis, la retirada de inversionistas altamente apalancados de los mercados emergentes, y la adopción por muchos países de tipos de cambio flexibles, contribuyeron a contener el contagio. Además, el menor número de inversionistas “cruzados” en el mercado actual (inversionistas cuyas carteras consisten principalmente en bonos con calificación de inversión, pero que están autorizados a tener pequeñas cantidades de instrumentos de deuda de más baja calidad) debilitó los vínculos entre varios mercados financieros. Mientras que los inversionistas cruzados tienden a abstenerse de toda una gama de activos durante periodos de volatilidad, los inversionistas “dedicados” que tienen exclusivamente activos del mercado emergente se concentran en la solvencia relativa de los países. La decisión de los inversionistas dedicados de retirarse de los activos argentinos y participar en otros mercados emergentes explica en parte la reducción de los diferenciales de la deuda brasileña y mexicana, aun cuando los diferenciales argentinos se disparaban.

#### *Los inversionistas en bonos regresaron antes que los prestatarios*

Al contrario que en los países en crisis, los inversionistas fueron receptivos a las emisiones de deuda por prestatarios sólidos o en proceso de mejora durante la mayor parte del periodo examinado. Los diferenciales del crédito para prestatarios con calificación de inversión tales como Corea, Malasia y México fueron estables o incluso se redujeron durante 2001 y la primera parte de 2002 (véase el gráfico VI.14). México reemplazó a Turquía como mejor prestatario emergente del mercado bancario internacional en 2001. Algunos prestatarios con menor calificación pero con variables fundamentales en vías de fortalecimiento (como Filipinas y Rusia) vieron crecer su acceso a los mercados de deuda internacionales. El volumen de préstamos transfronterizos concedidos a los emisores rusos, que había caído un 40% en los tres años siguientes a la moratoria sobre la deuda estatal de agosto de 1998, aumentó un 7% en el segundo semestre de 2001. Por otra parte, varios emisores soberanos (como Egipto, Perú y la República Dominicana) utilizaron los mercados de bonos internacionales por primera vez en décadas o, incluso en su historia.

Polonia, Hungría y otros países que están negociando su acceso a la Unión Europea siguieron gozando de considerables flujos de entrada en sus

... que posteriormente se tradujo en ventajas para otros mercados emergentes

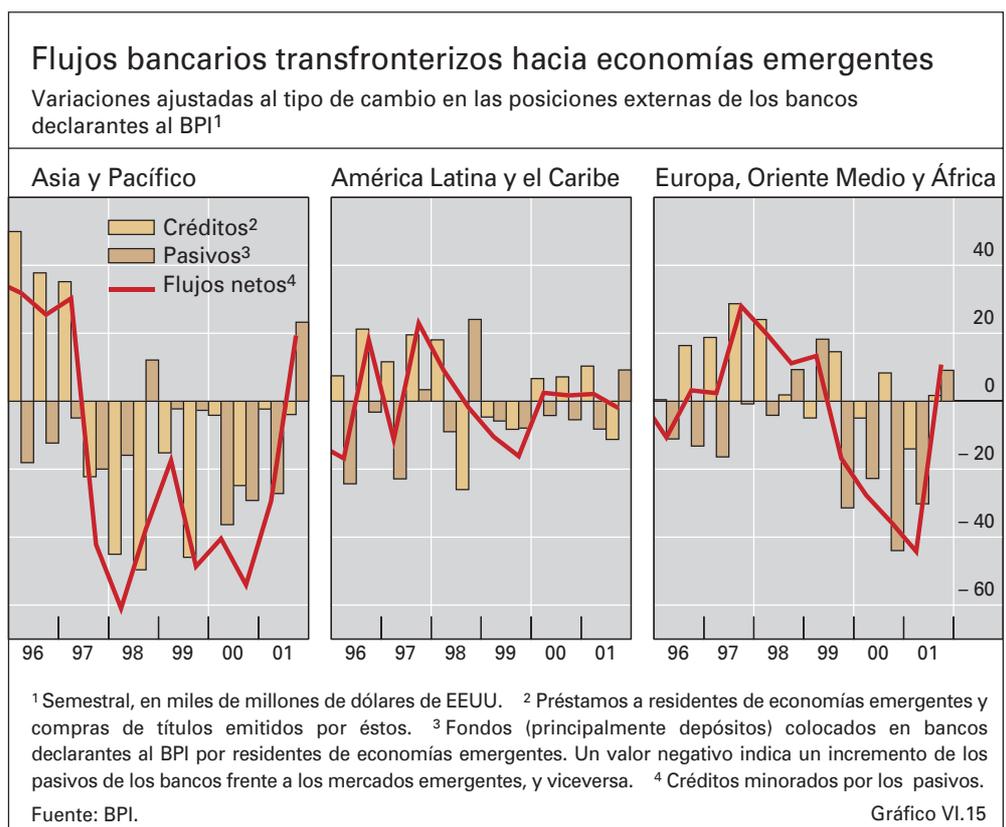
Los mercados aceptaron mejor a los prestatarios bien asentados

mercados de deuda nacional. Los inversionistas parecen esperar que los rendimientos de los bonos en los países candidatos a la Unión Europa converjan con los de la zona del euro, del mismo modo que los rendimientos de la zona del euro convergieron con los de Alemania en el periodo anterior al establecimiento de la unión monetaria.

A pesar de las condiciones de financiación externa estables o en vías de mejora, muchas economías emergentes tuvieron escasa necesidad de endeudamiento exterior. En concreto, los países de Asia oriental y los países exportadores de petróleo continuaron registrando grandes superávits por cuenta corriente. Se prevé que la situación de la cuenta corriente de estos países se deteriore en 2002, y cabe esperar por consiguiente que sus necesidades de financiación externa aumenten a corto plazo (véase el capítulo III). En el segundo semestre de 2001 ya se vislumbraban indicios de deterioro. Mientras que los mercados emergentes, principalmente las economías asiáticas y los miembros de la OPEP, habían depositado 249 mil millones de dólares en bancos extranjeros entre mediados de 1999 y mediados de 2001, en el segundo semestre de 2001 retiraron de esas cuentas 42 mil millones de dólares (véase el gráfico VI.15).

... pero la demanda de financiación externa fue débil

Las crecientes oportunidades de financiación que ofrecían los mercados internos contuvieron en un primer momento aún más la demanda de financiación externa. En México, un mercado nacional de bonos cada vez más líquido generó una curva de rendimiento del peso que se extendía a 10 años, y el gobierno optó por refinanciar algunos de sus empréstitos en dólares en el mercado interno. En Asia, los bajos tipos de interés nacionales y los tipos de cambio flexibles lograron que las emisiones



de deuda denominadas en moneda nacional resultaran más atractivas que las denominadas en monedas extranjeras. Sin embargo, la situación comenzó a cambiar a finales de 2001, después del pronunciado descenso de los tipos de interés a corto plazo en dólares. El volumen de préstamos bancarios transfronterizos del Sudeste asiático aumentó hacia finales de 2001 por primera vez desde el inicio de la crisis financiera asiática a mediados de 1997. La entrada de inversión de cartera también se reanimó, gracias al atractivo rendimiento de dos dígitos en los mercados bursátiles locales (véase el capítulo III).

## Motivos de preocupación

A pesar de que los mercados demostraron capacidad de recuperación, persisten ciertas fragilidades

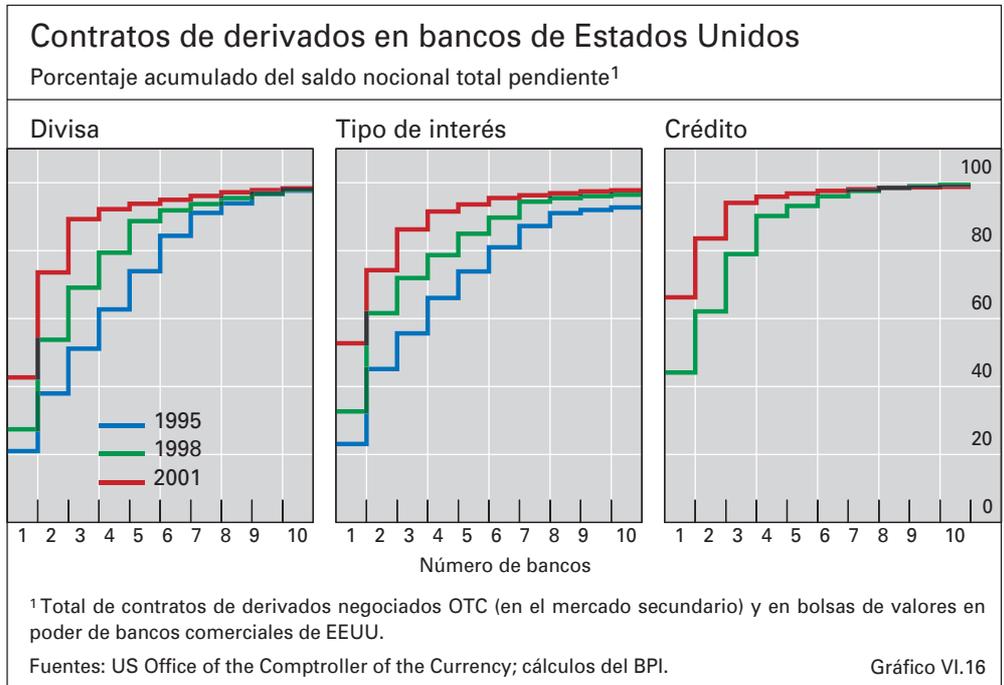
Aunque durante el periodo examinado los mercados financieros respondieron mejor de lo previsto ante una serie de duras pruebas, persisten ciertas debilidades, algunas de las cuales son coyunturales. Como se explicó anteriormente, las valoraciones de las acciones permanecen excepcionalmente altas y el acceso a los mercados de capital para los prestatarios con baja calificación crediticia (incluidos algunos de mercados emergentes) sigue siendo precario. Otras son más bien estructurales. El alto grado de concentración en algunos segmentos de mercado expone al sistema financiero a un riesgo sistémico mayor. Las grandes deficiencias existentes en los sistemas de elaboración de información de calidad desincentivan a los inversionistas y pueden distorsionar los precios del mercado, conduciendo en última instancia a una asignación errónea de los recursos.

### *Riesgos de concentración*

Un alto grado de concentración en los mercados OTC ...

Debido al alto número de fusiones y adquisiciones en el sector de servicios financieros durante la última década, la concentración en los mercados financieros ha tendido a aumentar. Los mercados se han concentrado geográficamente desde hace mucho tiempo. De acuerdo con el último estudio trienal de bancos centrales, Londres y Nueva York suman el 47% del volumen de negociación mundial en mercados de divisas y el 49% de la actividad en mercados extrabursátiles (OTC) de derivados. Una característica más reciente es el alto grado de concentración institucional en algunos segmentos del mercado, especialmente en los mercados OTC. En los mercados de divisas, alrededor del 75% de todas las transacciones que se negociaron en Londres y Nueva York fueron realizadas por apenas 30 agentes en 2001, frente a los 40 agentes de 1995. Por otra parte, tres bancos poseían el 89% del volumen notional de contratos de derivados sobre tipos de cambio a través de bancos de Estados Unidos en 2001, frente al 51% de 1995 (véase el gráfico VI.16). En el mercado de derivados sobre tipos de interés de Estados Unidos, los tres mayores bancos representaron el 86% de la cantidad notional total en circulación a finales de 2001, comparado con el 56% de 1995. En el mercado de derivados sobre instrumentos de deuda de Estados Unidos, la participación de los tres bancos principales aumentó del 79% al 94% entre 1998 y 2001.

Aunque la consolidación puede aportar muchos beneficios, también conlleva riesgos. Una de las ventajas más importantes es la tendencia de los



grandes bancos a mantener carteras más diversificadas, siendo así menos vulnerables a los problemas específicos de sociedades, industrias o regiones. Esto puede explicar, en parte, la gran capacidad de recuperación del sistema bancario estadounidense ante los numerosos casos de impago registrados durante el año 2001. Sin embargo, en la medida en que la consolidación conduce a una mayor concentración, también puede tener consecuencias adversas para el funcionamiento de los mercados financieros. La liquidez es uno de los motivos de preocupación. De hecho, parte del incremento de la prima de liquidez (como se ilustra en el gráfico VI.10) puede atribuirse a la consolidación del sector financiero. Las fusiones a menudo producen una retirada del capital de riesgo asignado a actividades de creación de mercado. Por otra parte, la consolidación puede aumentar los costes de negociación, haciendo más difícil diversificar el riesgo crediticio de la contraparte. Por ejemplo, a medida que se reduce el número de creadores de mercado, resulta cada vez más difícil para los intermediarios satisfacer los pedidos de los clientes en el mercado entre operadores, lo que influye negativamente sobre la liquidez que los agentes pueden ofrecer a sus clientes.

Otra preocupación relacionada con la concentración es la vulnerabilidad de los mercados ante los riesgos específicos para los intermediarios. En los mercados con alta concentración de intermediación, lo que ocurra a una sola sociedad puede tener implicaciones para todo el mercado. Esta dinámica se pone de relieve en el colapso de Drexel Burnham Lambert en 1990 y la consiguiente contracción del mercado de bonos de alto rendimiento de Estados Unidos, donde Drexel había sido el agente dominante. La vulnerabilidad de los mercados frente a los riesgos específicos para los agentes se complica por el hecho de que con los años no ha mejorado la calidad crediticia de los principales creadores de mercado. En 1994, el principal intermediario en el mercado mundial de *swaps* sobre tipos de

... indica que los problemas de un sólo intermediario pueden influir en todo el mercado

interés tenía una calificación de triple A. Hacia principios de 2002, se le había degradado a doble A, aunque mantenía su posición en el mercado. Irónicamente, las sucursales triple A que las agencias de valores establecieron en la década de los 90 no han conseguido hacerse con una parte sustancial de la negociación de derivados.

Los mercados se han adaptado de formas diferentes con el fin de reducir los riesgos de la concentración. Los prestatarios de los mercados más desarrollados tienen acceso a una amplia variedad de opciones de financiación, desde capital-riesgo hasta efectos comerciales garantizados con activos, y pueden encontrar un mercado abierto aun cuando otros están cerrados. Otros tipos de participantes, como compañías de seguros y fondos de inversión, han adoptado posiciones más activas en los segmentos tradicionalmente dominados por los bancos o los intermediarios. En los mercados OTC, cada vez se utilizan más los colaterales y la liquidación diaria, para controlar el riesgo de crédito de las contrapartidas. Es interesante el hecho de que, en 2001, el crecimiento del volumen de derivados negociados en mercados secundarios superó al de los mercados OTC, invirtiendo un patrón de comportamiento vigente durante la mayor parte de la década anterior.

#### *Un problema de calidad de la información*

La solidez de la información es esencial para los mercados

El hecho de que los inversionistas hayan perdido la confianza en la calidad de la información que reciben sobre las empresas constituye otra fuente de vulnerabilidad. Se considera que los mercados se basan en una información fiable sobre la situación y perspectivas de las distintas sociedades. Al incorporar esa información en los precios de los activos, los mercados envían señales sobre cómo asignar los recursos en la economía mundial. Aunque son las compañías las que proporcionan la información básica, los mercados actuales tienen sus propios mecanismos de control —como auditores externos, analistas bursátiles y otros agentes— para asegurar y mejorar la calidad de la información. El caso Enron ha sido simplemente el reflejo más dramático de una tendencia que ha desembocado en un progresivo deterioro de los mecanismos para producir la necesaria información.

Es difícil transmitir los costes de la información a los inversionistas

Incluso en condiciones favorables, la elaboración de la información plantea un dilema fundamental. La producción de la información resulta cara, pero es difícil transmitir a los inversores el coste de la misma, ya que los inversionistas que no pagan, no pueden ser excluidos de los beneficios. Por eso, los sistemas financieros modernos han diseñado soluciones que implican formas indirectas de compartir los costes. En concreto, los auditores independientes pueden certificar la fiabilidad de la situación financiera de una empresa, pero es la propia sociedad la que paga sus honorarios. De la misma manera, los analistas bursátiles interpretan los datos procedentes de los beneficios de una empresa, pero suele ser una agencia de valores, relacionada con la empresa por otras vías, la que paga el análisis. Aunque, en estas circunstancias es difícil evitar los conflictos de intereses, estos acuerdos parecen haber funcionado bastante bien en el pasado. Obviamente, tanto los

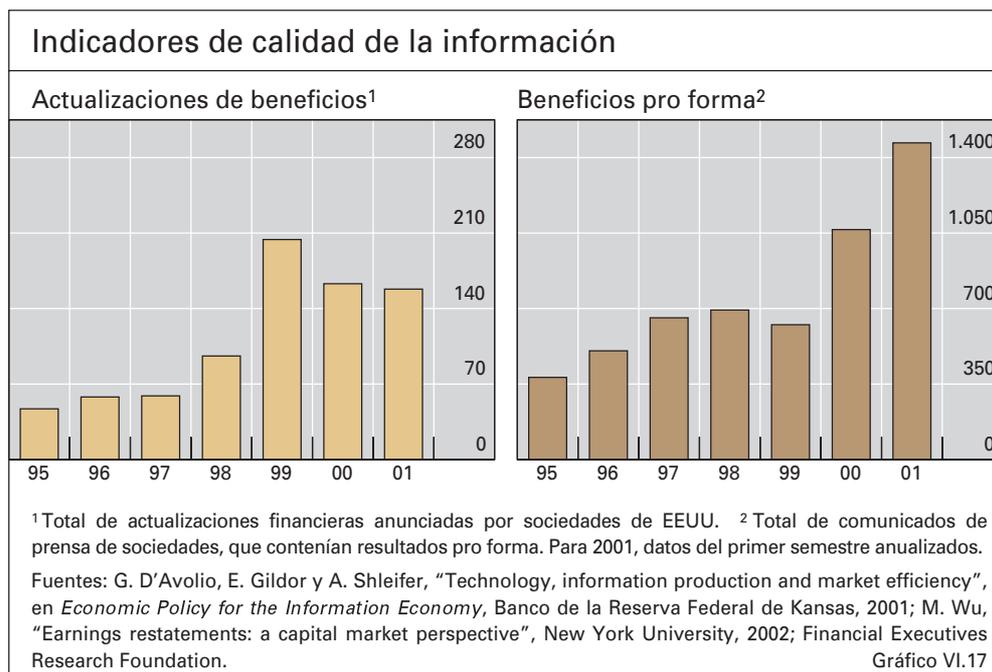
auditores como los analistas asignaban la suficiente importancia a su propia reputación como para contribuir generalmente a la elaboración de información de calidad.

El pujante mercado de finales de la década de los 90, comandado por las compañías tecnológicas, trastocó los incentivos a la producción de información fiable. Las empresas de este sector, recientemente incorporadas al mercado, siguieron un modelo mediante el cual se destinaban grandes sumas de dinero a la investigación y desarrollo, se cosechaban escasos beneficios a través de las operaciones y se confiaba en la emisión de acciones para conseguir liquidez, remunerar a directivos y empleados, y adquirir otras empresas. Para algunas de estas sociedades, una valoración alta de sus acciones era tan vital para su supervivencia que los incentivos para manipular la información a tal efecto podían más que la reputación futura. Para muchas otras, el pago a los empleados con opciones sobre acciones confirmó un valor primordial a los precios de las acciones e hizo que los directivos de las empresas concediesen demasiada importancia al mantenimiento a corto plazo de estos precios.

Por consiguiente, las empresas tenían incentivos para presentar informes que inflasen las expectativas de crecimiento de los beneficios. Las estadounidenses en particular podían aprovechar los criterios contables que les permitían contabilizar las ventas contratadas para el futuro como ingresos corrientes, así como considerar las opciones sobre acciones emitidas para remunerar a los empleados como gastos sólo a efectos fiscales, o utilizar perspectivas optimistas para sus planes de pensiones. Con la gran cantidad de sociedades que estaban exprimiendo la legislación contable al máximo, aumentó la tendencia a sobrepasar los límites permitidos. Como resultado, un gran número de empresas de Estados Unidos tuvo que revisar y actualizar sus beneficios (véase el gráfico VI.17),

El alto precio de las acciones fue tan crucial ...

... que las empresas se vieron incentivadas para alterar sus beneficios ...



causando así duras pérdidas a los inversionistas. Cuando la contabilidad agresiva no fue suficiente para conseguir el efecto deseado, las empresas recurrieron, cada vez más, a los informes pro forma, en los que presentaban balances contables adicionales que ocultaban los datos negativos y mostraban los resultados obtenidos de la forma más favorable posible. Aunque el número de actualizaciones de beneficios alcanzó su máximo en 1999, el uso de informes pro forma siguió creciendo hasta 2001.

... y las sociedades contables y los analistas bursátiles tuvieron incentivos para cooperar

Las empresas auditoras y los analistas bursátiles se fueron percatando de que sus intereses coincidían con los de las empresas que alteraban enormemente sus beneficios. Los incentivos para que las sociedades auditoras colaborasen se presentaron en forma de contratos de consultoría y otros servicios, que eran más lucrativos. Parece que a medida que crecían las cantidades pagadas a empresas auditoras en concepto de servicios distintos a los de la propia auditoría, aumentaba la tendencia a la contabilidad agresiva. Los incentivos para los analistas bursátiles vinieron en forma de compensación por la formalización de contratos de suscripción que facilitaba el analista. Los analistas de grandes agencias de valores tendían a ocuparse únicamente de acciones de sociedades que tuvieran el potencial para generar contratos de suscripción, y a dar sólo recomendaciones de "compra". Durante la fase alcista del mercado, parecían haber aumentado su credibilidad para con los inversionistas mediante su asombrosa capacidad de predecir anuncios de beneficios, levantando pocas sospechas de que esta aparente presciencia podía deberse a la manipulación de los beneficios por parte de las propias empresas informantes.

Hay iniciativas para recuperar la calidad de la información ...

El gran revés que supuso el caso Enron impulsó enormemente los esfuerzos para recuperar la calidad de la información de mercado. Estos esfuerzos aúnan tanto mecanismos autocorrectores del mercado, como nuevas iniciativas de los reguladores. La empresa auditora de Enron ha perdido sus principales clientes y está tratando de sobrevivir a una demanda interpuesta por el Departamento de Justicia de Estados Unidos. En líneas más generales, las empresas se muestran cada vez más reacias a recurrir a su compañía auditora para solicitar servicios de consultoría, y algunas de las grandes empresas auditoras han anunciado su política de no ofrecer servicios de auditoría junto con otros servicios a un mismo cliente. Algunos países contemplan la posibilidad de rotar los auditores y separar los servicios de auditoría y consultoría. Los analistas bursátiles de grandes agencias de valores han visto afectada su reputación y los inversionistas institucionales están dedicándose más a los análisis internos. Además, el fiscal general de Nueva York ha obligado a una gran agencia de valores a romper los vínculos que relacionan la remuneración de los analistas con sus actividades de suscripción. Otras agencias han anunciado sus propias medidas paralelas.

... pero los inversionistas han puesto el baremo más alto

Aun está por verse si los esfuerzos realizados hasta ahora serán suficientes para devolver la confianza a los inversionistas y para luchar contra las distorsiones que sin duda presentará la próxima etapa alcista. La mayoría de estos esfuerzos están encaminados a suavizar los conflictos de intereses existentes en los actuales acuerdos para compartir el coste de la información. Sin embargo, los inversionistas parecen haberse visto tan afectados por los

últimos acontecimientos que han subido el baremo de la calidad de la información que esperan. El hecho de que el mercado haya adoptado esta actitud representa una valiosa oportunidad para desarrollar y, posteriormente, aplicar nuevos enfoques en el refuerzo de los incentivos para elaborar información de calidad.