

V. Conmoción en los mercados de activos

Aspectos más destacados

Para un observador que sólo tuviera puntos de observación anuales, el periodo examinado parecería simplemente la prolongación de tendencias de años anteriores. En comparación con lo ocurrido a principios de 1998, los alcistas mercados de acciones alcanzaron nuevos máximos en la mayor parte del mundo industrial, los rendimientos de los bonos del Estado continuaron disminuyendo y los precios de la propiedad inmobiliaria consolidaron su recuperación. Apenas habría nada en esta descripción que revelara que los acontecimientos definitivos de este periodo ocurrieron durante los dos meses siguientes al anuncio de la moratoria de la deuda rusa a mediados de agosto de 1998. Durante este breve periodo, los mercados financieros de todo el mundo experimentaron extraordinarias tensiones, lo que llevó a los participantes en el mercado y a los responsables de la política económica a temer una inminente implosión del sistema financiero. Como parecía que los inversionistas huían de casi todos los tipos de riesgo, se evaporó la liquidez en los mercados financieros de las economías tanto industriales como emergentes, y muchos prestatarios no pudieron conseguir financiación ni siquiera a unos tipos de interés prohibitivos. Bajaron los precios de todas las clases de activos, salvo los de los bonos del Estado de los principales países industriales, y se interrumpió la emisión de nuevos títulos. Igualmente notable ha sido, sin embargo, la recuperación de los precios de las acciones registrada en la mayoría de los países desde noviembre de 1998 y el retorno de una relativa calma a los mercados de títulos de renta fija. En la primera parte de este capítulo se analiza la evolución de los precios de los activos en los países industriales y se exponen algunas reflexiones sobre cuestiones relacionadas con la valoración actual de los mercados de acciones.

Cabría pensar, sin embargo, que los acontecimientos del año pasado, a pesar de su extraordinario alcance, son el resultado lógico de la modernización del panorama financiero, tal como ha sido remodelado por la influencia conjunta de la innovación y la liberalización. Los mercados financieros mayores y más complejos asignan más eficientemente el capital y el riesgo, pero también están más expuestos a las tormentas, ya que las tensiones pueden propagarse con mayor rapidez que antes a segmentos más integrados del mercado. En la segunda parte de este capítulo se analizan algunas características destacadas de la conducta de los mercados financieros en los periodos de crisis, basándose en este caso —el más reciente— de conmoción de los mercados.

Evolución de los mercados de activos en el mundo industrial

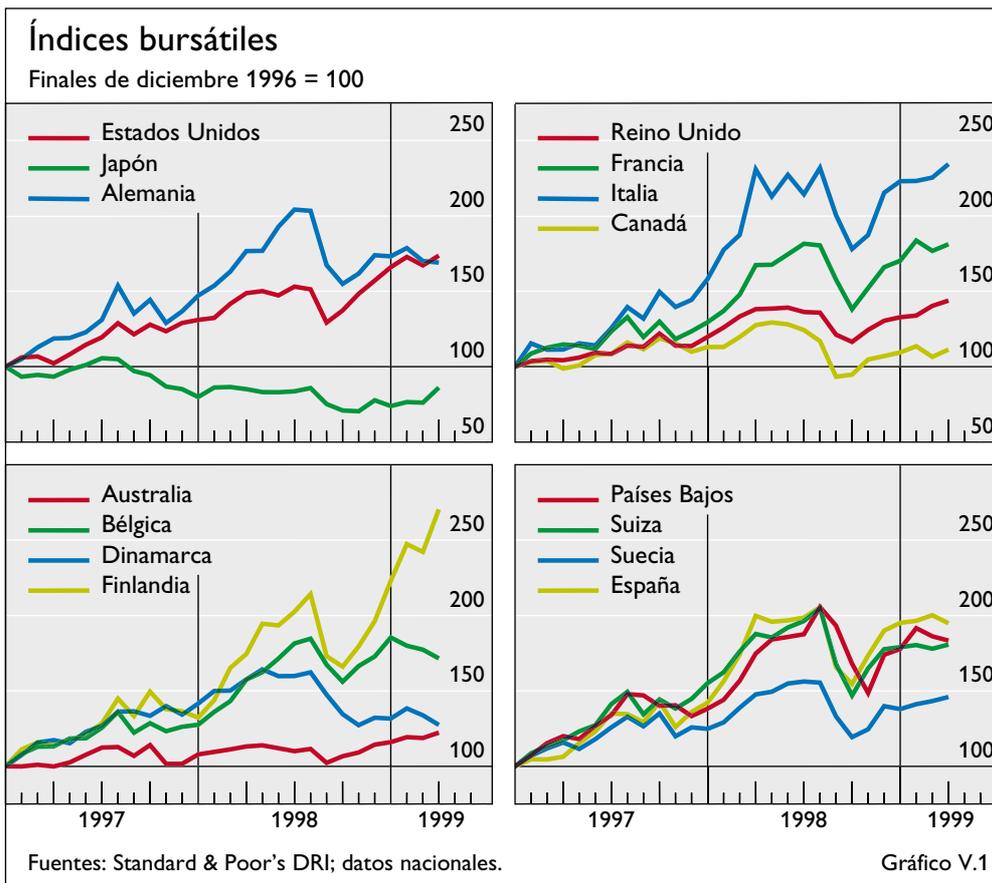
Los mercados financieros desarrollados, salvo el de Japón, habían demostrado ser considerablemente resistentes a la conmoción sufrida por el sudeste asiático en 1997. A principios de 1998, parecía que apenas había nada, salvo la consideración de criterios históricos de valoración, que pudiera poner en peligro la tendencia ascendente de los precios de los activos financieros. Se consideraba que el efecto del hundimiento de la demanda procedente de Asia era beneficioso porque frenaba las presiones al alza de los precios en América del Norte en un momento de favorables perspectivas de la demanda interna. En Europa, los mercados financieros ya estaban previendo los posibles beneficios de la introducción de la moneda única conforme desaparecía la incertidumbre sobre la composición inicial de la zona del euro. Dado que los precios de las acciones recuperaron el terreno perdido y sobrepasaron los máximos anteriores, el único rastro de la corrección de octubre de 1997 era un regusto de incertidumbre, ya que la volatilidad seguía siendo relativamente alta. Esta complacencia fue puesta en cuestión bruscamente por el anuncio ruso de una moratoria en una parte de su deuda. Este anuncio actuó como un catalizador, al impulsar una revisión general de las previsiones de los participantes en el mercado y provocar una reacción en cadena que afectó rápidamente a casi todos los segmentos del mercado, mermando en muchos casos su capacidad de funcionamiento. La disminución gradual de estas tensiones a partir de octubre de 1998 se vio facilitada por la suavización de la política monetaria en la mayoría de las principales economías, no sin que surgieran algunos temores sobre la rentabilidad y, a veces, sobre la supervivencia de algunos grandes intermediarios financieros.

Los mercados de activos

Los bruscos
descensos de
los precios de
otoño ...

Salvo la notable excepción de Japón, los precios de las acciones continuaron registrando máximos hasta mediados de 1998. En la mayor parte de los principales mercados, esta tendencia se interrumpió a mediados de julio con la preocupación por la repercusión de la crisis financiera asiática en los beneficios empresariales. La revisión del riesgo por parte de los agentes tras la moratoria de la deuda rusa presionó aún más a la baja sobre los precios. Como consecuencia de ello, los mercados de valores sufrieron los mayores reveses desde 1987: los principales índices del mercado bajaron en un 20–40% entre mediados de julio y la primera semana de octubre. La caída de los precios fue especialmente grave en Europa continental, debido quizá a los estrechos vínculos económicos de la región con Rusia y a la impresión simultánea de que estaba debilitándose la actividad económica. Los mercados de acciones de todas las grandes economías se recuperaron durante el cuarto trimestre de 1998, y, en muchos casos, los precios retornaron a los máximos alcanzados a principios del verano. Aunque la suavización de la política monetaria de Estados Unidos y Europa contribuyó a la recuperación, aunque sólo fuera como una muestra de la disposición de los bancos centrales a afrontar los peligros que entrañaba la tormenta de los mercados financieros, el ritmo de recuperación sorprendió a muchos observadores. La recuperación

... se invirtieron
más tarde



fue especialmente fuerte en Estados Unidos, donde los precios de las acciones acabaron el año en máximos históricos. En Japón, por el contrario, la recesión continuó reduciéndolos durante la mayor parte del periodo examinado. Una subida del precio de las acciones bancarias, provocada por un aumento de la confianza de los inversionistas en la reestructuración planeada de este sector, contribuyó a una leve recuperación de las acciones japonesas durante el primer trimestre de 1999.

Los niveles actuales de los precios de las acciones pueden ser preocupantes, al menos cuando se comparan con sus valores históricos. La rentabilidad de los dividendos ha tendido a disminuir en casi todas las economías del Grupo de los Diez desde principios de la década de 1980, ya que los precios de las acciones han aumentado con mayor rapidez que los dividendos. Actualmente, salvo en Japón, Italia y Suecia, la rentabilidad de los dividendos se encuentra cerca de sus niveles más bajos, y ha alcanzado, de hecho, mínimos históricos en el Reino Unido y Estados Unidos (cuadro V.1). Suponiendo que los dividendos continúen aumentando a la misma tasa media de crecimiento que en el pasado, su bajo nivel general de rentabilidad implicaría que muchos mercados de valores están actualmente sobrevalorados. En el caso de Estados Unidos, el alza del mercado que comenzó a principios de los años 80 guarda una cierta semejanza con la de los años 50 y 60, que también se caracterizó por una disminución de la rentabilidad de los dividendos. Este prolongado periodo de recuperación de los mercados de valores terminó con el brusco

Los precios actuales son difíciles de explicar basándose en los antecedentes históricos ...

Indicadores de valoración de los precios de las acciones ¹								
	Rentabilidad del dividendo				Cociente precio/beneficios ²			
	Mínima		Media	Marzo 1999 ³	Máxima		Media	Marzo 1999 ³
	nivel	año			nivel	año		
Estados Unidos	1,3	1999	2,7	1,3	34	1998	11	34
Japón	0,4	1987	0,9	0,8	77	1987	27	60
Alemania	1,2	1998	1,9	1,4	26	1998	9	19
Francia	2,0	1998	2,9	2,2	30	1973	9	22
Italia	1,0	1981	2,1	2,0	34	1998	13	26
Reino Unido	2,6	1999	3,4	2,6	26	1994	9	24
Canadá	1,4	1998	2,4	1,6	37	1998	9	26
Países Bajos	1,7	1998	3,4	2,2	27	1998	8	27
Bélgica	1,4	1998	3,0	1,6	29	1973	9	21
Suiza	1,0	1998	1,7	1,4	28	1998	9	24
Suecia	1,1	1994	1,7	1,8	30	1994	12	21

¹ Desde 1973; basados en datos diarios. ² Italia: desde junio de 1986; Reino Unido, desde 1980; Canadá: excluido el periodo 1991–94, durante el cual el cociente fue excepcionalmente alto debido a que los beneficios fueron muy bajos a causa de las cancelaciones (máximo en 1994: 504). ³ Finales de mes.

Fuente: Datastream. Cuadro V.1

descenso de los precios de las acciones tras la primera gran crisis de los precios del petróleo en 1973.

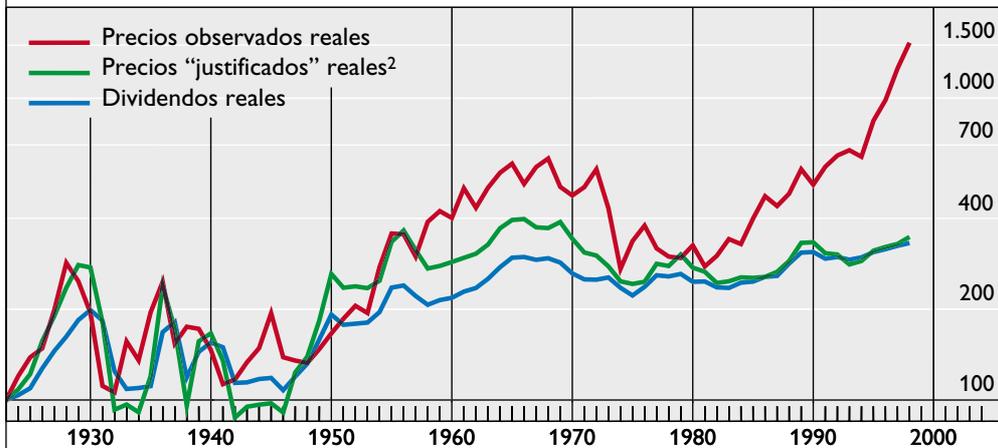
Una continua disminución de la rentabilidad de los dividendos sería coherente con las expectativas de un aumento permanente de la futura tasa de crecimiento de los dividendos reales. Si los inversionistas extrapolan las recientes tasas de crecimiento de los dividendos, el elevado crecimiento experimentado por éstos en el Reino Unido desde mediados de los años 80 y en Alemania desde mediados de los 90 podría ser, de hecho, una causa del crecimiento incluso mayor de los precios de las acciones en estos países. Sin embargo, queda sin explicar una parte significativa de las valoraciones actuales, ya que el crecimiento “justificado” de los precios de las acciones basado en este supuesto es inferior a las tasas observadas de subida de los precios de las acciones (gráfico V.2). Por otra parte, esta hipótesis no puede explicar el vigor mundial de los mercados de acciones, ya que el crecimiento reciente de los dividendos ha sido relativamente modesto en algunos países, como Estados Unidos y Francia, y ha disminuido en Canadá. Otra de las causas para esperar un aumento inminente de los dividendos sería un elevado crecimiento de los beneficios empresariales durante un largo periodo. Sin embargo, Alemania es el único país en el que el crecimiento de los beneficios ha sido superior al de los dividendos desde 1980. Los beneficios reales por acción han crecido más o menos a la misma tasa que los dividendos reales por acción en Estados Unidos y Francia y a una tasa menor en las demás economías del Grupo de los Diez (cuadro V.2). Por último, el reciente aumento del número de operaciones de recompra de acciones, sucedáneo frecuente del pago de dividendos, también podría ser una de las razones por las que una rentabilidad de los dividendos inferior a la media no tiene por qué indicar que el mercado de valores está

... o las tendencias recientes ...

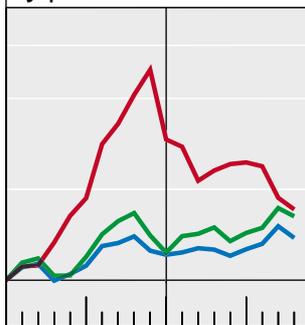
Acciones: precio observado, precio “justificado” y dividendos

Índices deflactados por medio de los precios de consumo, a finales de año
(escala semilogarítmica)¹

Estados Unidos



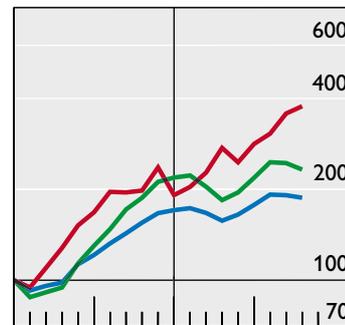
Japón



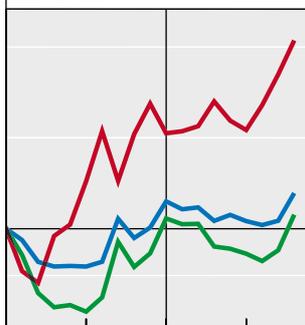
Alemania



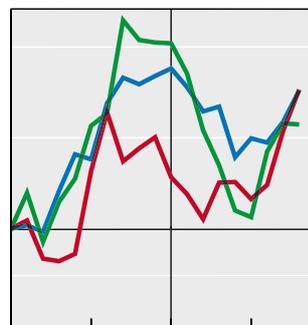
Reino Unido



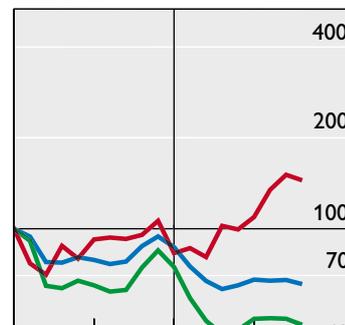
Francia



Italia



Canadá



¹ En el caso de Estados Unidos, 1923 = 100; en el de los demás países, 1980 = 100. ² Calculados suponiendo que los inversionistas extrapolan el crecimiento futuro de los dividendos a partir de su media pasada (véase Barsky y De Long: “Why does the stock market fluctuate?”, en *The Quarterly Journal of Economics*, mayo 1993).

Fuentes: Standard & Poor’s Statistical Service; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico V.2

sobrevalorado. Sin embargo, las operaciones de recompra de acciones, que han sido especialmente fuertes en Francia, Alemania, el Reino Unido y Estados Unidos, no afectan necesariamente a los niveles actuales de los cocientes precio/beneficios, muy superiores a las medias históricas en todos los mercados (cuadro V.1).

Dividendos reales y beneficios reales por acción ¹				
	Dividendos reales	Beneficios reales por acción		<i>Crecimiento futuro implícito de los beneficios³</i>
	Tasa media de crecimiento anualizada			
	1980–98		con respecto al mínimo anterior ²	
Estados Unidos	1,6	1,6	8,6	8,3
Japón	0,0	-2,1	-	7,0
Alemania	4,5	5,2	8,8	8,3
Francia	2,7	2,7	7,1	7,9
Italia	6,0	-0,2	7,6	7,5
Reino Unido	3,3	1,4	5,3	6,6
Canadá	-2,3	-5,6 ⁴	2,7 ⁴	9,3

¹ Deflactados por medio del IPC. ² Salvo en el caso de Japón, ya que en este país el mínimo se alcanzó en 1998. ³ Tasa anual permanente esperada de crecimiento de los beneficios implícita en el cociente precio/beneficios de marzo de 1999 y el tipo de interés real a largo plazo, suponiendo una prima de riesgo de las acciones del 5%. ⁴ Excluido el periodo 1991–94, durante el cual los beneficios fueron excepcionalmente bajos debido a las cancelaciones.

Fuentes: Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro V.2

... ya que implican una aceleración del crecimiento de los beneficios ...

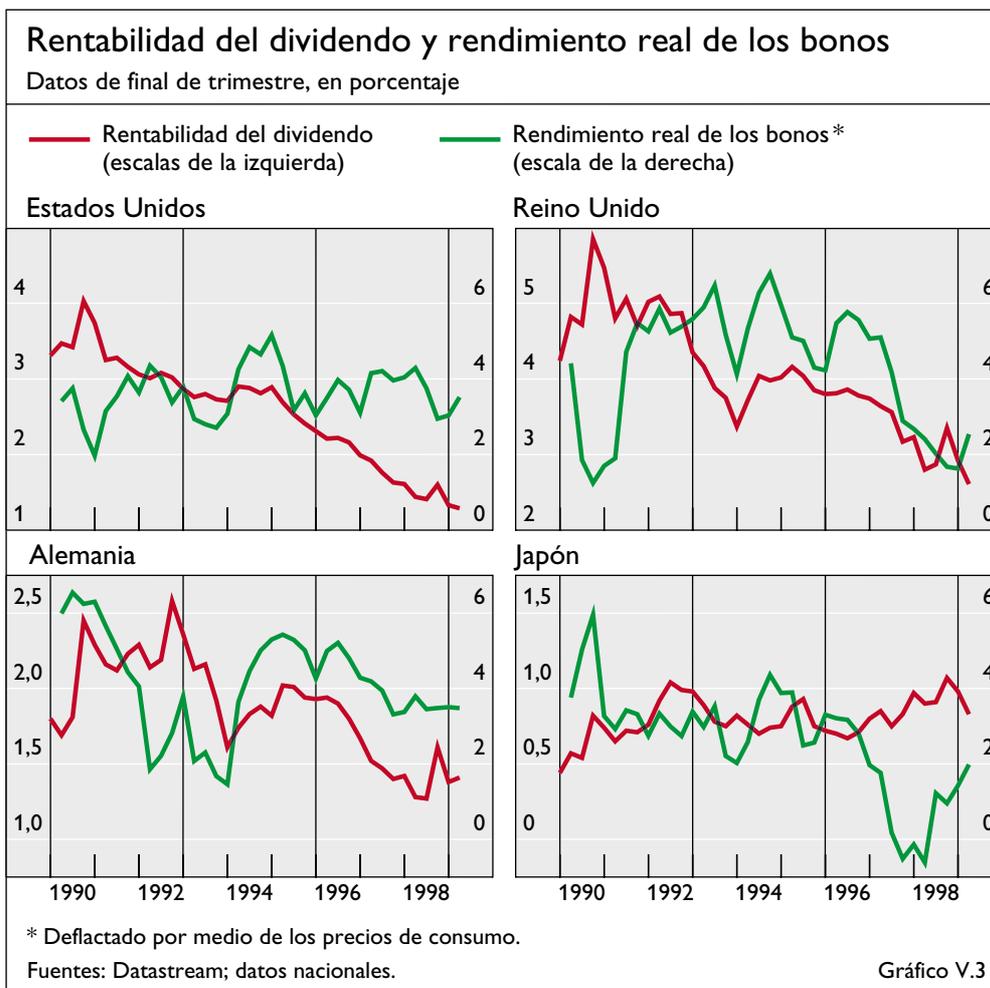
Esta conjunción de una baja rentabilidad de los dividendos y unos elevados cocientes precio/beneficios en muchos mercados podría deberse a que los inversionistas han previsto un crecimiento de los beneficios empresariales superior a la media. De hecho, se podría argumentar que la rápida adopción de nuevas tecnologías ha aumentado la eficiencia de las empresas. Suponiendo que los inversionistas esperan un cambio permanente de la rentabilidad de las empresas, la última columna del cuadro V.2 indica el futuro crecimiento de los beneficios implícito en los cocientes precio/beneficios y los tipos de interés a largo plazo de los países del Grupo de los Siete en marzo de 1999. Estas tasas implícitas de crecimiento de los beneficios son similares, en general, a las registradas desde el mínimo anterior, pero muy superiores a sus medias históricas. Tales expectativas serán razonables o no dependiendo en parte de que persista a largo plazo la aceleración del crecimiento de la productividad.

... o una reducción permanente de los rendimientos exigidos

El cálculo anterior puede sobrestimar la tasa esperada de crecimiento de los beneficios en la medida en que los inversionistas prevean que los tipos de interés a largo plazo descenderán aún más. De hecho, el descenso experimentado por los tipos reales en muchos países durante los últimos cuatro años ha contribuido significativamente a que continuara disminuyendo la rentabilidad de los dividendos (gráfico V.3). Sin embargo, no parece ser así en el caso de Estados Unidos, donde la rentabilidad de los dividendos se ha reducido a la mitad durante ese mismo periodo, mientras que los rendimientos reales de los bonos han girado en torno a un 3,5%, lo que plantea la posibilidad de que disminuya la prima que exigen los inversionistas para compensarlos por el mayor riesgo de tener acciones. Esa disminución podría deberse a la creencia de que la mejora de la gestión de la política fiscal y monetaria ha reducido la probabilidad de que se produzcan graves recesiones en el futuro.

Segmentación del mercado en Estados Unidos

Actualmente, las valoraciones agregadas de los mercados de acciones de Estados Unidos ocultan la existencia de considerables divergencias entre los

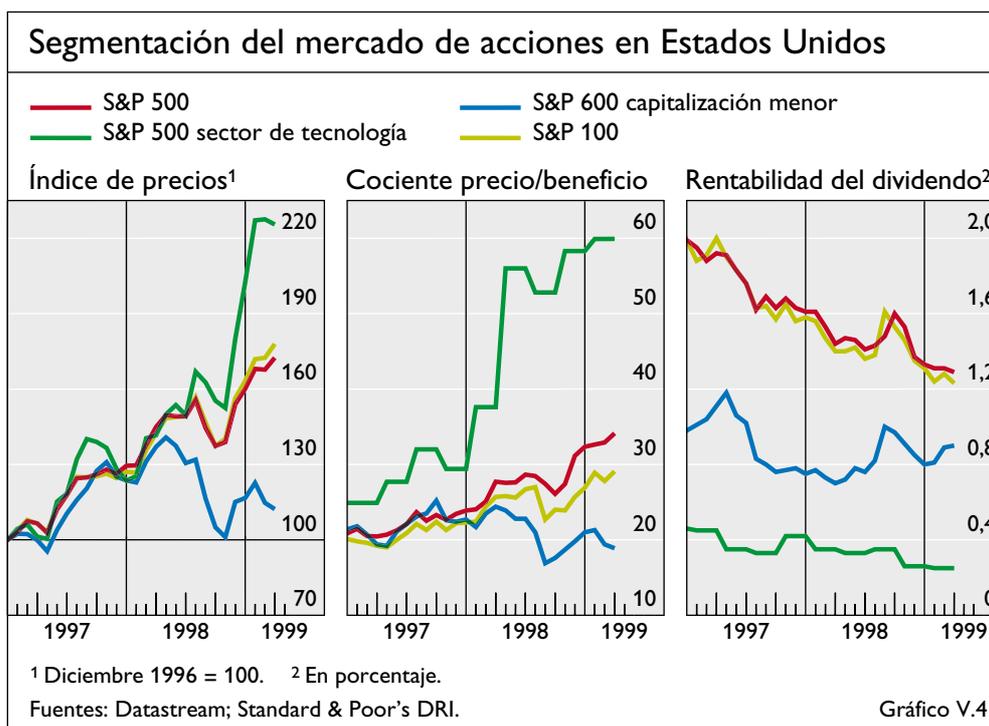


diferentes segmentos. Las acciones de las empresas que pertenecen al amplio campo de las tecnologías de la información y de las comunicaciones han obtenido unos resultados espectaculares en comparación con los del índice agregado de precios (gráfico V.4). El notable éxito que han tenido las emisiones de muchas de estas empresas ha provocado una oleada de actividad en el mercado primario, donde los precios a menudo se han disparado inmediatamente después de la entrada en bolsa de estas empresas. Este fenómeno podría interpretarse como un síntoma de un cambio de actitud hacia la composición de la financiación externa y de que la financiación bursátil está asumiendo el papel que antes desempeñaba la participación directa en la financiación de los proyectos sumamente arriesgados, pero potencialmente muy rentables. Así pues, aunque las valoraciones basadas en los niveles actuales de beneficios del sector tecnológico parezcan excepcionalmente altas en comparación con las valoraciones históricas, concuerdan mejor con la creencia de que la rentabilidad aumentará en el futuro y de que será similar a la que muestran normalmente las empresas de los sectores más desarrollados.

Los mercados de bonos

Durante el primer semestre de 1998, los tipos de interés a largo plazo continuaron bajando en los países industriales; en la mayoría de los casos, cayeron

La disminución tendencial de los rendimientos de los bonos ...



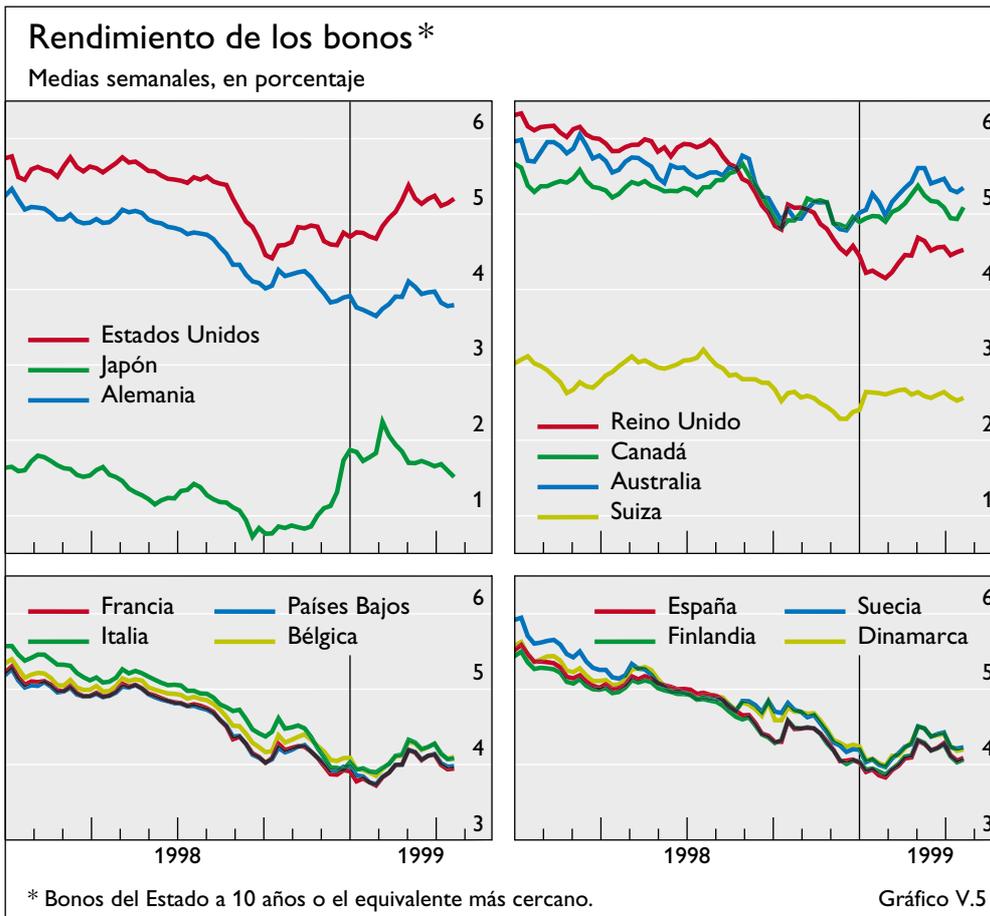
por debajo de la barrera del 5%. La situación favorable de la inflación, la política monetaria acomodaticia y la confianza en las perspectivas de la UEM contribuyeron a esta tendencia (gráfico V.5). Apenas había indicios de la tormenta financiera que iba a estallar. En julio, los indicadores de la volatilidad histórica e implícita de los rendimientos de los bonos se encontraban, de hecho, en su nivel más bajo o cerca de él, salvo en Japón. Un año después del comienzo de la crisis asiática, los bajos márgenes de la deuda estadounidense y europea, sobre todo en el caso de los instrumentos empresariales de menor calidad, parecían indicar la existencia de una cierta complacencia del mercado hacia el riesgo, confirmada por la continua entrada de fondos del sector privado en mercados emergentes situados fuera de Asia (véase el capítulo III).

El repentino cambio de opinión del mercado provocado por la moratoria rusa interrumpió la tendencia hacia la convergencia de los tipos de interés a largo plazo que había caracterizado a los mercados financieros desarrollados desde finales de 1994. Los intentos de los inversionistas de librarse de la convulsión recurriendo a refugios tradicionales acentuó la tendencia descendente de los tipos a largo plazo de los bonos del Estado, pero hubo algunas diferencias entre los países. Las diferencias de rendimiento de los bonos aumentaron gradualmente con respecto a Estados Unidos y Alemania, ya que los tipos de interés bajaron aún más en estos dos países, pero la ampliación de los márgenes fue relativamente menor dentro de la futura zona del euro (gráfico V.6).

La huida general en busca de calidad culminó en la última semana de septiembre y principios de octubre. El aumento de la volatilidad del rendimiento de los bonos, tanto histórica como implícita, fue corroborado en octubre por un cambio de los rendimientos de los bonos

... se aceleró en agosto ...

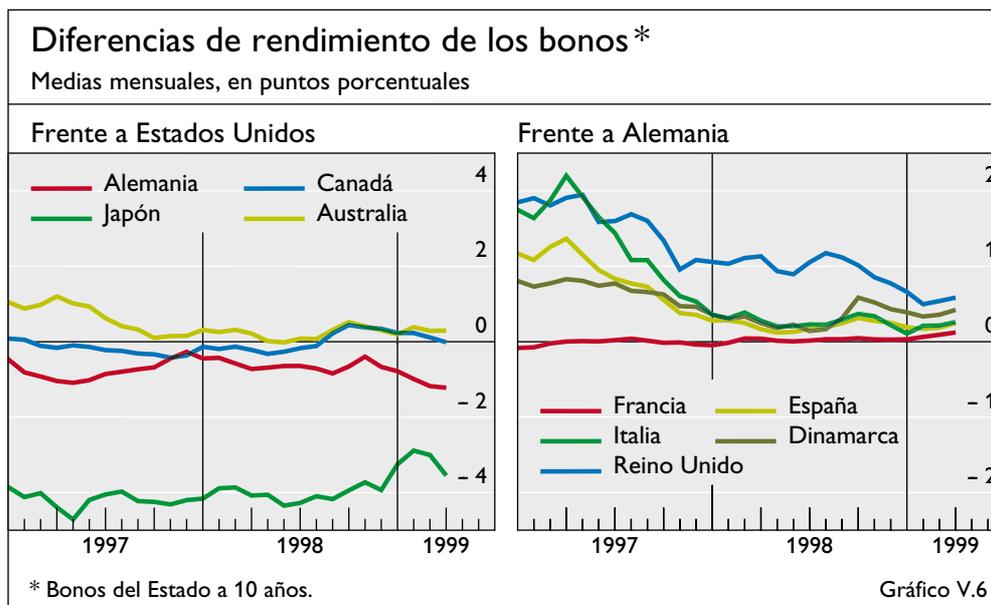
... pero se interrumpió en octubre



internacionales, que se recuperaron en la mayoría de los países (gráfico V.7). Estos acontecimientos se debieron, en parte, a las decisiones de los inversionistas de reducir su presencia en todo el mundo, como lo demuestra la liquidación en gran escala de las estrategias especulativas cortas con respecto al yen (*yen carry trades*), que contribuyó a la brusca apreciación de la moneda japonesa a principios de octubre (véase el capítulo VI). El mercado sufrió nuevas perturbaciones cuando los inversionistas sumamente apalancados liquidaron sus posiciones al contado y extracontables, para hacer frente a las demandas de cobertura suplementaria al caer los precios de los activos.

Al existir notables diferencias entre los países tanto en sus posiciones cíclicas como en su sensibilidad a las pérdidas registradas en los mercados emergentes, las variaciones de los tipos de interés a largo plazo se volvieron mucho menos sincrónicas cuando se recuperaron los rendimientos de referencia tras la crisis. En Estados Unidos, las tendencias al endeudamiento tanto de las empresas como de los hogares tendieron a agudizar los aumentos de los rendimientos de los bonos a partir de octubre de 1998 en el contexto de una fuerte economía. En Europa, por el contrario, las variaciones de los tipos y de los márgenes fueron mucho menores, debido en parte a los indicios de que la actividad económica era más débil de lo esperado, pero también a la influencia amortiguadora de la intermediación bancaria, tradicionalmente más importante en el continente europeo. En la zona del euro, el cambio de sentido de los

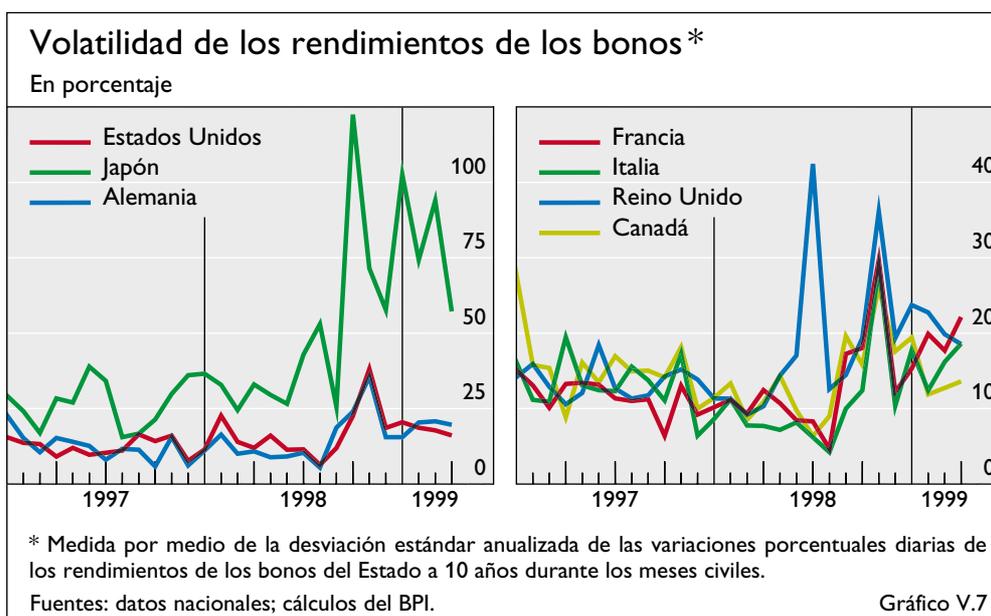
Continuó habiendo diferencias cíclicas ...



rendimientos de los bonos no se manifestó hasta el primer trimestre de 1999. La situación fue diferente, una vez más, en Japón. Los planes gubernamentales de expansión fiscal y recapitalización de los bancos provocaron una brusca inclinación de la curva de rendimiento a finales de año, cuando el Ministerio de Hacienda y el Banco de Japón cambiaron temporalmente de política con la idea de restringir la compra y la utilización de bonos del Estado a largo plazo por parte de este último.

... cuando volvió la calma a los mercados

La reducción gradual de los márgenes hasta situarse entre mediados de octubre y finales de noviembre en los niveles en los que se encontraban antes de la crisis, mostró que la recuperación de la confianza de los mercados era desigual. Los indicadores de la volatilidad disminuyeron considerablemente, si bien permanecieron en unos niveles elevados en comparación con el primer



semestre del año. En muchos casos, las medidas adoptadas por las autoridades contribuyeron significativamente a restablecer la liquidez y convencieron a los agentes de que, en conjunto, los precios mundiales de los bonos eran más acordes con las variables fundamentales. En Europa y Estados Unidos, los mercados reaccionaron positivamente al calendario de medidas monetarias durante las repercusiones de la crisis. Asimismo, el acuerdo sobre un programa económico para Brasil indicó que la comunidad internacional estaba firmemente decidida a contener el contagio, contribuyendo así a disipar el temor de los inversionistas a que se agravara la crisis financiera en los mercados emergentes.

Los mercados inmobiliarios

En la mayoría de los países industriales, los precios de la propiedad inmobiliaria subieron en 1998. Sin embargo, en algunos países los niveles actuales ajustados para tener en cuenta la inflación siguen siendo inferiores a los máximos alcanzados en la primera mitad de la década de 1990. Las subidas de los precios de las viviendas han sido mayores en los países nórdicos, el Reino Unido e Irlanda, mientras que en la mayoría de los mercados de Europa continental han evolucionado simplemente al mismo ritmo que la inflación. En Japón, los precios del suelo han continuado descendiendo de una manera gradual pero ininterrumpida con respecto al máximo alcanzado en 1990. Los precios de las viviendas actualmente son un 30% más bajos que ese máximo, mientras que los del sector de suelo para uso comercial, que se ha visto más afectado, sólo son algo más de una cuarta parte de su valor máximo. La aceleración que experimentó el ritmo de descenso de los precios del suelo japonés para uso comercial el año pasado, aunque pequeña, ha hecho resurgir el temor a que la recuperación de la actividad económica sea más difícil de lo previsto, dada la sensibilidad del balance del sector bancario a los precios de la propiedad inmobiliaria. Fuera de Japón, los resultados del segmento del suelo para uso comercial han sido, por lo general, mejores, y los precios han experimentado subidas de dos dígitos en muchas ciudades, indicando también en muchos casos el cambio de sentido de la reciente tendencia descendente. La elevada demanda de suelo para oficinas, unida al ritmo relativamente lento al que se han construido nuevos edificios en los últimos tiempos, ha contribuido a esas subidas de los precios.

A pesar del impulso dado por el dinamismo de las variables fundamentales, los agentes de la propiedad inmobiliaria no salieron indemnes de las tensiones en los mercados financieros durante el segundo semestre de 1998. Las primas de los títulos hipotecarios en el mercado de Estados Unidos se duplicaron al exigir los inversionistas una mayor compensación por el riesgo en el mes de agosto, y las emisiones sufrieron un serio revés durante el tercer trimestre del año. Asimismo, el endurecimiento de los criterios y las condiciones de los nuevos préstamos por parte de los bancos repercutió negativamente en la capacidad de los inversionistas en el sector inmobiliario para conseguir financiación para nuevas operaciones. A pesar de la influencia atenuante de estos factores, el precio de la propiedad inmobiliaria para uso comercial subió un 20% en Nueva York en 1998.

Los precios de la propiedad inmobiliaria confirmaron su recuperación

Precios de la propiedad inmobiliaria (nominales y ajustados para tener en cuenta la inflación)								
	Precios nominales				Precios ajustados para tener en cuenta la inflación			
	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998
Índices, 1994 = 100								
Precios de las viviendas								
Estados Unidos	101	106	113	119	99	100	104	108
Japón ¹	97	96	94	91	97	96	93	89
Alemania ²	99	99	94	89	97	96	89	84
Francia	100	101	102	105	98	98	97	100
Italia	101	98	93	94	96	90	83	83
Reino Unido	101	104	114	127	97	99	104	112
Canadá	95	95	98	97	93	92	93	91
España	104	105	107	112	99	97	97	100
Países Bajos	104	114	125	133	102	110	118	123
Australia	101	102	106	114	97	95	99	105
Suiza	95	90	85	85	94	88	83	82
Bélgica	105	109	114	116	103	106	108	109
Suecia	100	101	107	118	98	98	104	114
Dinamarca	108	119	133	143	105	114	124	132
Noruega	108	117	127	139	105	112	119	127
Finlandia	96	102	119	132	96	100	116	126
Irlanda	107	120	139	171	105	115	132	158
Precios de la propiedad inmobiliaria para uso comercial: grandes ciudades								
Nueva York	100	109	125	150	97	103	115	136
Tokio ¹	83	72	66	59	83	72	65	58
Francfort	97	97	97	105	95	94	92	98
París	89	83	88	102	88	80	83	96
Milán	100	91	88	111	95	84	79	98
Londres	107	112	128	132	103	106	118	117
Toronto ³	91	84	87	100	89	81	83	94
Madrid	100	118	128	183	95	109	116	162
Amsterdam	109	118	128	156	107	114	121	144
Sidney	102	106	113	118	97	99	105	109
Zúrich	99	90	87	84	97	88	84	81
Bruselas	100	106	109	109	99	102	104	103
Estocolmo	129	137	163	185	126	133	158	179
Copenhague	107	107	119	124	105	103	111	115
Oslo	108	115	131	119	105	111	123	110
Helsinki	105	107	111	121	104	105	108	116
Dublín	112	134	169	241	109	128	160	222

Nota: Los datos de 1998 son preliminares en el caso de los Países Bajos, Bélgica y Dinamarca.
¹ Precios del suelo. ² Cuatro grandes ciudades. ³ Índices de precios de las oficinas en Ontario.
Fuentes: National Association of Realtors; Frank Russell Canada Limited; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; Nomisma; OPAK; Sadolin & Albæk; Investment Property Databank Ltd; Wüest & Partner; otras asociaciones privadas del sector inmobiliario; datos nacionales. Cuadro V.3

Características de los mercados financieros en dificultades

La mayoría de los contratos financieros representan algún tipo de transferencia intertemporal de riqueza, por lo que las transacciones realizadas en los mercados financieros son más sensibles a los cambios de las expectativas de los agentes sobre el futuro y de su confianza en el proceso de mercado. Esta confianza suele aumentar cuando mejora la rentabilidad y las presiones competitivas animan a asumir riesgos, mientras que puede tambalearse con los acontecimientos que ponen en cuestión la evaluación vigente de los riesgos. Cuando disminuye la confianza de los inversionistas tras esos acontecimientos, se producen poderosas interacciones entre su evaluación de la capacidad de los prestatarios para cumplir sus compromisos y sus expectativas sobre la existencia de contrapartes en el mercado secundario de títulos. Ello conduce, a su vez, a una dinámica de precios atípica, que puede exacerbar aún más las tensiones existentes en los mercados, invalidando las proyecciones anteriores del capital necesario basadas en el supuesto de que la situación existente en los mercados es normal y llevando a los inversionistas a huir en busca de seguridad y de liquidez. Este tipo de ciclos no constituye, desde luego, un fenómeno nuevo: la historia financiera contiene numerosos ejemplos de ciclos de abundancia y escasez. El nuevo elemento es el aumento de la vulnerabilidad de la estructura financiera actual, provocado por el rápido crecimiento de los mercados y de las instituciones y por la creciente complejidad e interdependencia de sus relaciones.

Cambios de opinión de los inversionistas

El enorme aumento de las primas de riesgo y de liquidez, unido al descenso de las emisiones de títulos de casi todas las clases de activos tras el anuncio de la moratoria rusa, parece indicar una reducción en gran escala de la oferta de capital de riesgo. Resulta difícil, sin embargo, conciliar la insignificante proporción que representaban los títulos denominados en rublos en las carteras mundiales de inversión con la magnitud y el alcance de las tensiones sufridas por los mercados financieros desarrollados. La importancia de este acontecimiento se comprende mejor si se piensa en su contribución catalizadora, al impulsar una revisión fundamental de la disyuntiva entre el riesgo y el rendimiento existente en ese momento. Se interpretó que el anuncio de la moratoria indicaba un cambio de régimen, dado que en los últimos años la aplicación de los programas oficiales de ayuda había impedido sistemáticamente cualquier incumplimiento unilateral de los deudores soberanos.

La relación media entre el riesgo percibido *ex ante* y los rendimientos realizados *ex post* de un corte transversal de distintas clases de activos financieros puede emplearse como indicador de la actitud de los inversionistas hacia el riesgo. Esta relación es claramente positiva cuando el deseo de los inversionistas de obtener mayores rendimientos es superior a su preocupación por el riesgo. Durante esos periodos, la mejora de la opinión de los inversionistas fomenta su interés por las clases de activos consideradas más arriesgadas por su historial de mayor volatilidad. Presionando al alza sobre sus

Los cambios de actitud hacia el riesgo ...

... influyen en los precios de los activos ...

precios, el aumento de su demanda eleva de una manera desproporcionada, aunque temporal, los rendimientos realizados de esos activos. Y a la inversa, los rendimientos de las clases de activos que entrañan más riesgo son los más perjudicados cuando los temores de los agentes los impulsan a buscar la seguridad (gráfico V.8).

Es posible identificar los cambios bruscos del indicador del clima de opinión reinante en los mercados con una serie de recientes episodios de convulsión del mercado, como la crisis de la bolsa de valores de 1987, las tensiones de los mercados de bonos y la crisis de México de 1994–95, así como, más recientemente, la crisis asiática de 1997 y los acontecimientos del pasado otoño. La aparente evolución conjunta de la actitud de los agentes hacia el riesgo y de la liquidez del mercado de dinero en los grandes centros financieros, induce a pensar que su deseo de obtener mayores rendimientos se aviva cuando hay oportunidades baratas de apalancamiento y se invierte frecuentemente cuando estas oportunidades desaparecen. Los bajos niveles de los tipos de interés también pueden llevar a los inversionistas a subestimar el riesgo por el efecto generalmente beneficioso que producen en las valoraciones de las carteras.

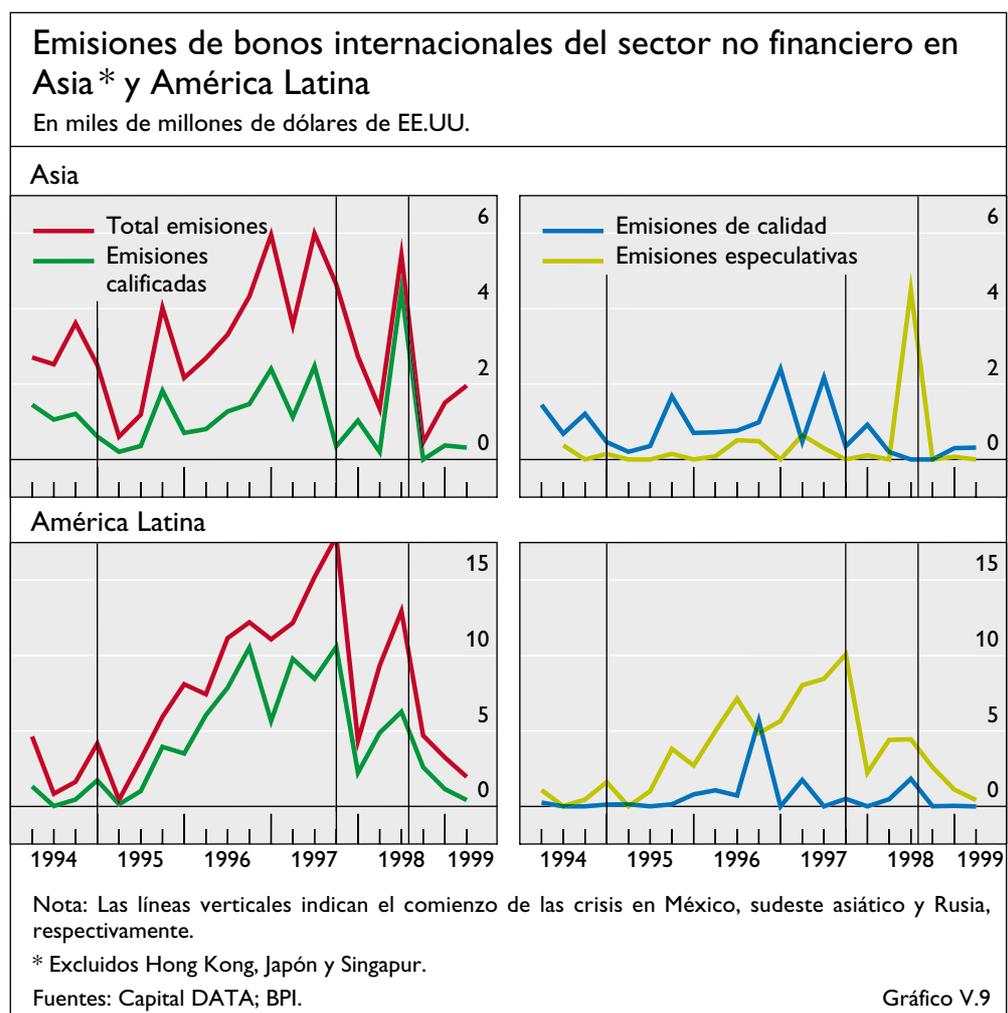
La relación entre la composición de los prestatarios y el volumen de emisiones en el mercado primario internacional de bonos también puede mostrar la influencia de los cambios de actitud de los inversionistas hacia el riesgo en la oferta total de capital de riesgo. Un encarecimiento diferenciado de los costos de la financiación externa que reflejara las diferencias de opinión sobre la solvencia de los prestatarios sería una primera indicación lógica de un empeoramiento de la confianza del mercado. Incluso podría darse el caso de que algunos prestatarios no bancarios fueran totalmente excluidos del mercado de crédito y que las nuevas emisiones de títulos quedaran reservadas para los más solventes. La distribución del crédito puede verse afectada aún

... y en los flujos financieros



más por las variaciones de los costos de financiación de los bancos, en la medida en que ellos mismos recurren a los mercados de títulos para conseguir fondos.

El gráfico V.9 muestra la cantidad de bonos emitidos por el sector no financiero en Asia y América Latina, desglosada según la calificación del crédito. En el periodo que culmina en las crisis, aumentó vertiginosamente la emisión de bonos considerados de baja calidad, principalmente de prestatarios soberanos de América Latina en 1997 y de ambas regiones en 1998. Las crisis de los dos últimos años parecen, en este sentido, correcciones tras periodos anteriores de excesos especulativos y carteras sobredimensionadas. En el peor momento de la crisis, parecía que la diferenciación entre los emisores dependía menos de la calidad de las calificaciones que de su propia existencia. En todos los casos examinados, el endurecimiento del crédito adoptó principalmente la forma de una brusca reducción de la proporción de emisiones no calificadas. Por último, tras la moratoria de la deuda de Rusia, tanto los bonos calificados de inversiones de calidad como los bonos especulativos sintieron por igual el profundo empeoramiento de las condiciones crediticias, ya que la liquidez se evaporó casi por completo. En particular, no hubo casi ninguna emisión no calificada en el sector no financiero privado. Este síndrome de abundancia y escasez confirma la idea de



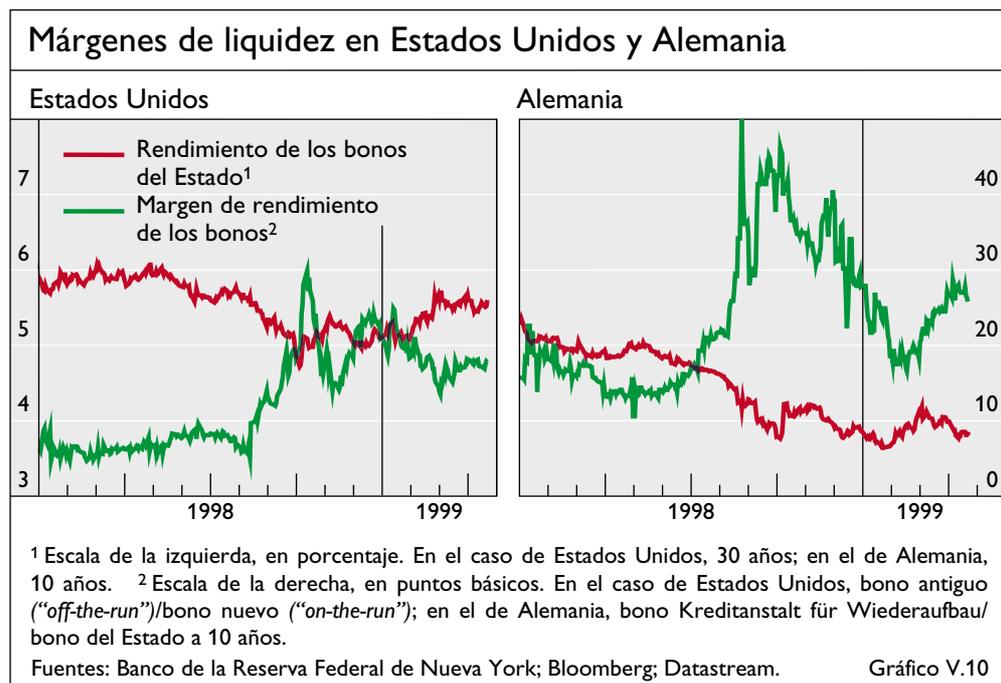
que la crisis financiera de agosto de 1998 fue en gran medida un fenómeno relacionado con la oferta, provocado por una reducción de la disponibilidad de capital de riesgo y por la amenaza de posibles pérdidas en los bancos y en las sociedades de valores.

Huida en busca de calidad y de liquidez

La huida general del riesgo cuando los mercados sufren tensiones suele tener su origen en una preocupación perfectamente identificada por la calidad del crédito, pero puede traducirse más tarde en una verdadera crisis de liquidez. Es importante distinguir los cambios de opinión sobre la solvencia de los prestatarios de las perturbaciones más generales relacionadas con el propio funcionamiento de los mercados de crédito. La interacción del riesgo crediticio y el riesgo de liquidez parece haber influido significativamente en las interdependencias entre los mercados y el ritmo de propagación de la crisis durante los dos últimos años.

Unas cuantas anomalías muestran cómo se rompió la relación normal de precios entre los márgenes y el riesgo de la contraparte, y también ayudan a situar la frontera entre una huida en busca de la calidad del crédito y una huida en busca de liquidez. En primer lugar, los notables aumentos de los márgenes no podían atribuirse totalmente al riesgo crediticio en algunos casos, puesto que reflejaban una reducción del rendimiento de activos seguros y no un aumento de los tipos de los créditos muy arriesgados. En segundo lugar, las diferencias de rendimientos entre la emisión de bonos del Tesoro de Estados Unidos a 30 años, que sirve de referencia, y otras emisiones menos recientes alcanzaron su máximo en un nivel de más de 30 puntos básicos a mediados de octubre, indicando un brusco aumento de la demanda de liquidez ofrecida por la nueva emisión “on-the-run” (gráfico V.10). Asimismo, el margen entre el bono Kreditanstalt für Wiederaufbau a 10 años y la emisión de referencia de bonos

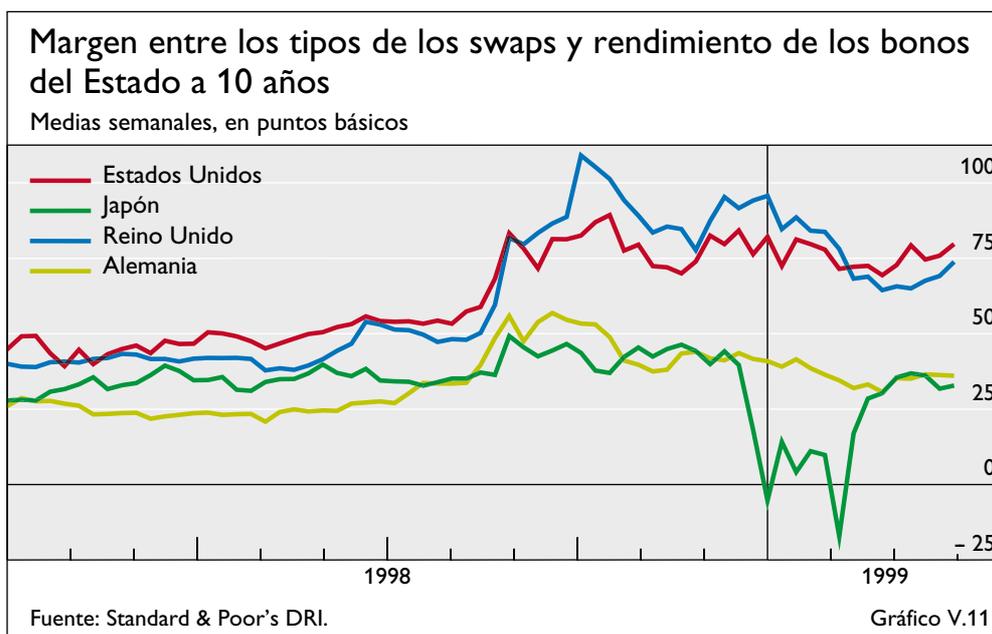
La ruptura de las relaciones normales de precios ...



del Estado alemán de idéntico vencimiento se duplicó con creces en sólo dos semanas el pasado agosto. Dado que ambos bonos se benefician de la misma garantía del Estado, este aumento tuvo que deberse a la menor liquidez del primero en los mercados internacionales de bonos. Por último, los rendimientos de los eurobonos de empresas mejor calificadas en los mercados secundarios convergieron claramente en septiembre, y el hecho de que después evolucionaran en gran medida al unísono indujo a pensar que su comportamiento estaba motivado por necesidades de liquidez de las instituciones financieras más que por la probabilidad de incumplimiento por una u otra empresa.

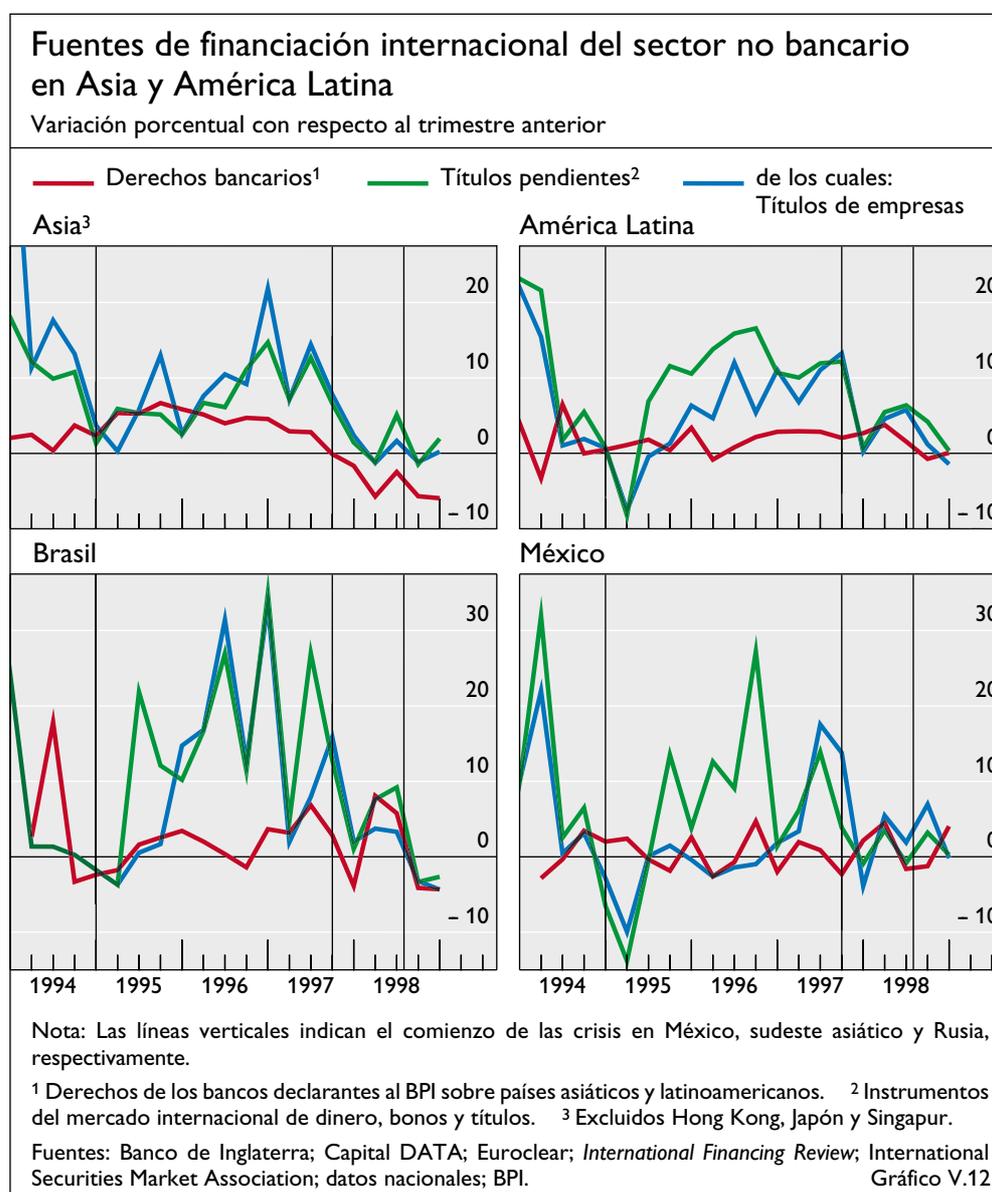
Los notables aumentos de los márgenes también sirven para poner de relieve lo complejas que son las prácticas de gestión de riesgos de los intermediarios. El repentino aumento de los márgenes de los swap en Estados Unidos y Europa concordaba con una revisión mundial del precio del riesgo crediticio, en la medida en que los propios agentes al por mayor tenían posiciones de riesgo en mercados emergentes y en entidades apalancadas. Sin embargo, las considerables fluctuaciones observadas en el mercado alemán de swaps no pueden atribuirse simplemente a factores crediticios (gráfico V.11). De hecho, se deben en parte a una sustitución de los contratos de futuros *Bund* por swaps como instrumentos de cobertura de las posiciones largas en los mercados de derivados. Al dispararse los costos de la cobertura debido a la ampliación de los márgenes y a la disminución de los rendimientos de los contratos *Bund*, los creadores de mercado tuvieron que recurrir a los swaps como alternativa más barata que los futuros. Los intermediarios financieros, que eran la contraparte de los creadores de mercado, tenían a su vez crecientes posiciones largas en swaps que tenían que contrarrestar. Todo esto acabó produciendo un contagio en el mercado de swaps, ya que las ventas concomitantes de swaps redujeron sus precios, lo que ejerció enormes presiones sobre sus tipos fijos.

... interfiere en las prácticas de gestión del riesgo



La existencia de una relación personal como un aspecto de los préstamos bancarios ...

La pauta de financiación internacional neta en Asia y América Latina da una idea de las interdependencias entre las instituciones financieras y los mercados en diferentes episodios en los que los inversionistas han huido del riesgo. La liberalización financiera ha animado a los prestatarios a obtener fondos con unos costos más bajos, recurriendo a los mercados internacionales de bonos. Sin embargo, una regularidad empírica perfectamente documentada es que los prestatarios de mayor riesgo continúan recurriendo a los bancos, porque éstos los ayudan mejor en tiempos de inestabilidad financiera. De hecho, pueden recurrir más a ellos en los periodos de mayor aversión al riesgo que se caracterizan por la previsión de una elevada volatilidad. En tales periodos, los costos de la renegociación de los préstamos son, por lo general, más bajos que los de la reestructuración de los bonos, que requiere el acuerdo de una amplia variedad de acreedores. Los bancos también tienen unas prolongadas relaciones personales con sus clientes y, a menudo, un acceso privilegiado a la información, lo que los sitúa en una posición mejor que la de



los mercados impersonales para decidir si continúan prestando o liquidan. En cambio, la “frenética actividad” de los inversionistas en bonos en busca de elevados rendimientos puede muy bien convertirse en un “susto” y llevarlos a liquidar totalmente sus activos si estalla una crisis.

El gráfico V.12 recoge alguna información relacionada con estas observaciones, basada en datos de Asia y América Latina. Se observan ciertas características generales. En primer lugar, el volumen de títulos de deuda internacionales ha sido más volátil que el crédito bancario, tanto por la amplitud de las fluctuaciones como por su dispersión. Por lo tanto, los bancos han apoyado relativamente a los prestatarios, como se ha sugerido antes. En segundo lugar, la disminución tendencial observada en la proporción de deuda intermediada contribuye a explicar el aumento de la sensibilidad de los sectores financieros de estos países a los cambios volátiles de opinión del mercado. En tercer lugar, a diferencia de lo ocurrido durante el periodo de crisis del peso mexicano y el segundo semestre de 1997, en que los bancos compensaron en parte el agotamiento de los títulos internacionales, no parece que estas instituciones contribuyeran a paliar la salida de capital tras la moratoria rusa.

Este cambio de conducta atestigua en cierta medida la creciente dependencia de los bancos de la situación de los mercados mundiales. Parece que una característica fundamental del episodio del año pasado es el hecho de que los bancos tenían los mismos problemas de financiación que sus clientes. Al haber concedido más préstamos de los que podían financiar con sus depósitos, tanto los bancos estadounidenses como los europeos sufrieron una escasez de liquidez, que no pudieron resolver con soluciones basadas en el mercado. La titularización de los activos y la emisión de nuevos títulos eran difíciles en un momento en el que los índices bursátiles del sector bancario estaban hundiéndose. El margen de maniobra financiero, incluida la devolución de préstamos anteriores y todos los activos líquidos de sus carteras, también se vio perjudicado directamente por el peso de sus pérdidas en los mercados emergentes durante el tercer trimestre de 1998. Por consiguiente, los bancos tuvieron que recurrir a un conjunto más reducido de fuentes de financiación, como el reciclaje de fondos a través del mercado interbancario internacional y la captación de nuevos depósitos directos de inversionistas no bancarios.

Dinámica atípica de los precios de los activos

La revisión del riesgo por parte de los agentes tras la moratoria de la deuda rusa presionó considerablemente a la baja sobre los precios de las acciones en todos los grandes mercados. Aunque la corrección simultánea de los mercados de acciones en la mayoría de las economías del Grupo de los Siete es relativamente poco frecuente, no constituye un fenómeno sin precedentes, ya que también se observó en octubre de 1987. Los dos episodios también se parecen por las correlaciones internacionales excepcionalmente estrechas entre las variaciones de los precios de las acciones. Los inversionistas internacionales observaron que era considerablemente menos beneficiosa la diversificación internacional de sus carteras de acciones en este periodo reciente de tensiones que durante épocas más normales.

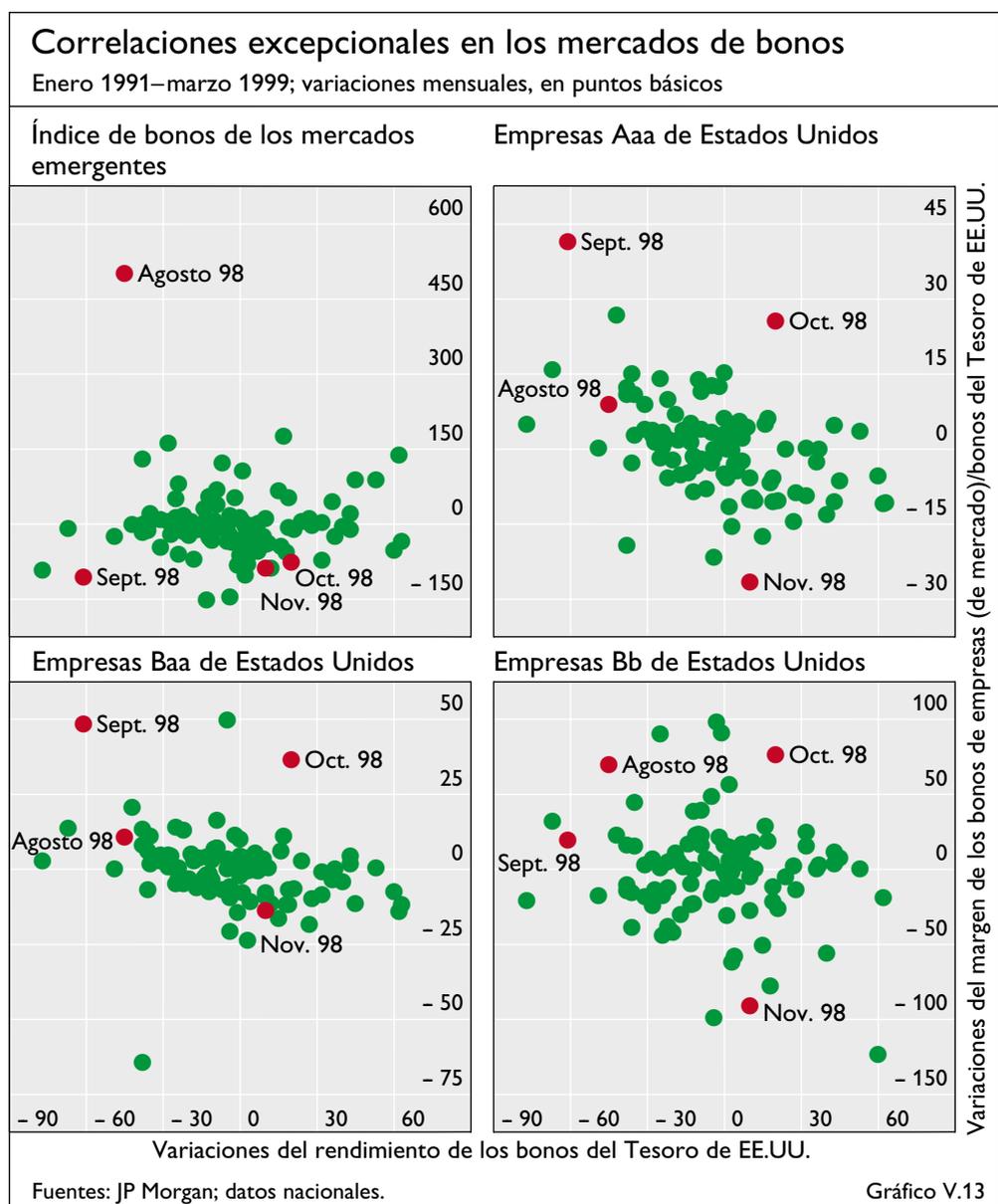
... fue puesta a prueba durante la crisis ...

... al erosionarse el margen de maniobra financiero de los bancos

Correlación más estrecha entre los precios de las acciones ...

... y conjunción excepcional de las variaciones de los precios de los bonos

Por lo que se refiere a los mercados de renta fija, un aspecto que distingue este episodio más reciente de los casos anteriores de convulsión de los mercados es la magnitud de la ampliación de los márgenes de los tipos de interés debido a la aversión al riesgo. En sólo unos días, las primas exigidas por el riesgo crediticio y el riesgo de liquidez alcanzaron unos niveles cercanos a sus máximos históricos y, en algunos casos, incluso los sobrepasaron. A diferencia de la crisis sufrida por los mercados de bonos en 1994, en la que la subida de los tipos de interés en Estados Unidos y Alemania puso en peligro las posiciones apalancadas de adquisición de títulos de largo plazo (*duration bets*), los acontecimientos del año pasado se produjeron en un momento de descenso de los tipos de interés nominales. Una conjunción excepcional de variaciones de los precios de toda una variedad de activos trastocó las estrategias de inversión y los sistemas de gestión del riesgo basados en relaciones estadísticas históricas (gráfico V.13). Al aumentar algunas correlaciones entre los rendimientos de los activos y evolucionar bruscamente



algunos márgenes en sentido opuesto a los tipos de referencia, las previsiones de capital requerido resultaron a menudo insuficientes, llevando a los inversionistas a buscar liquidez apresuradamente. Al mismo tiempo, la base de capital de los creadores de mercado y los intermediarios fue desbordada rápidamente por la incertidumbre generalizada y la demanda claramente sesgada en favor de los activos más seguros. El consiguiente endurecimiento del crédito en forma de un aumento de las demandas de cobertura suplementaria y de una reducción de las líneas de crédito obligó a los inversionistas a conseguir los fondos necesarios mediante la venta de títulos en los mercados que inicialmente parecían relativamente líquidos, transfiriendo así las tensiones a los mercados de bonos del Estado de los países industriales avanzados.

El caso del LTCM: ¿un signo de los tiempos?

La quiebra casi total del fondo de cobertura Long-Term Capital Management llevó al Banco de la Reserva Federal de Nueva York a intervenir, para facilitar la búsqueda de una solución del sector privado como alternativa a una quiebra desordenada. El acontecimiento constituye un gráfico ejemplo del tipo de problemas que pueden surgir como consecuencia de la complejidad de los mercados financieros actuales. Aunque los fondos de cobertura no son en modo alguno nuevas instituciones, la atención que se les ha prestado recientemente obedece a su aumento de tamaño y su capacidad para influir en el funcionamiento de los mercados. Según algunas estimaciones, a mediados de 1998 había al menos 1.200 fondos de cobertura con unos activos propios superiores a 150.000 millones de dólares. Estas instituciones son fondos especulativos que eluden algunas reglamentaciones sobre la obligación de facilitar información y sobre apalancamiento, limitando su clientela a un pequeño número de inversionistas adinerados y actuando a menudo en centros extra-territoriales. Tratan de obtener elevadas tasas de rendimiento invirtiendo una considerable cantidad de fondos prestados en muy diversos instrumentos financieros.

El LTCM, en particular, parece haber tratado de conseguir elevados rendimientos basándose en hipótesis sobre la evolución de los márgenes de los tipos de interés y de la volatilidad de los precios del mercado. Desde su fundación en 1994, había sido capaz de generar unos rendimientos sistemáticamente superiores a los normales, del orden de un 40% en 1995 y 1996 y un 20% en 1997, basándose en unos elevadísimos niveles de apalancamiento. Su balance al 31 de agosto de 1998 incluía más de 125.000 millones de dólares en activos, lo que implica un coeficiente de apalancamiento superior a 25 veces su capital de 4.800 millones de dólares a comienzos de año, sin tener en cuenta las pérdidas en que incurrió antes de agosto y excluyendo sus posiciones de riesgo extracontables. El historial del LTCM, unido a su afamada utilización de modelos sumamente técnicos de fijación de los precios y de estrategias de negociación, convirtió a este fondo en un símbolo de lo rentable que podía ser la sofisticación financiera.

La quiebra casi total del fondo también es un símbolo de los peligros del nuevo panorama financiero. Las excepcionales correlaciones de precios que se produjeron tras la moratoria de la deuda rusa causaron problemas a muchas

Un ejemplo de las oportunidades ...

... y de los peligros existentes en el mercado actual, en el que ...

... las tensiones se propagan más deprisa ...

instituciones financieras, especialmente a las que empleaban un elevado grado de apalancamiento. En el caso del LTCM, estuvieron a punto de provocar su quiebra. Aunque el fondo había invertido en una amplia variedad de títulos, basaba su estrategia en la expectativa de que disminuirían los márgenes impuestos a los prestatarios y la volatilidad de los mercados de activos. Los acontecimientos que ocurrieron en el mercado durante el mes de agosto demostraron bruscamente que estaba equivocado. La rápida secuencia de hechos que rodearon a la quiebra casi total del fondo muestra claramente cómo ha aumentado la velocidad a la que se propagan las crisis financieras y cómo se ha acortado, por consiguiente, el margen de tiempo para emprender medidas correctoras. Los primeros indicios públicos de las dificultades del fondo aparecieron después del 2 de septiembre, con la divulgación del contenido de una carta enviada por los socios del LTCM a sus inversionistas. En esa carta se reconocía que el fondo había sufrido unas pérdidas del 52% entre comienzos de año y el 31 de agosto y que estaba buscando una inyección de capital. Entre el 2 y el 23 de septiembre, plazo en el que 14 bancos y sociedades de valores acordaron inyectar 3.600 millones de dólares para recapitalizar el fondo, parecía cada vez más urgente encontrar una solución ordenada. Estaba extendiéndose la noticia de las crecientes dificultades del fondo, al igual que la preocupación por la inestabilidad que podría provocar si se veía forzado a incumplir sus compromisos, obligando a sus contrapartes a liquidar sus posiciones de una manera brusca y desordenada. Se pensaba, además, que la liquidación de las garantías que tuvieran estas contrapartes, así como la liquidación por parte de otras instituciones de posiciones similares a las del LTCM, ejercerían presiones excesivas sobre los mercados financieros, ya en tensión, y aumentarían el nerviosismo de los agentes.

... y más lejos que antes

La incertidumbre sobre las posibles ramificaciones de una quiebra desordenada del LTCM, particularmente el temor a que repercutiera en agentes sin ninguna relación directa con el fondo de cobertura y fuera de las fronteras de Estados Unidos, da una idea de lo interdependientes que se han vuelto las instituciones y los mercados. Esta incertidumbre se debió sobre todo a la magnitud y el alcance de las operaciones del LTCM, que abarcaban muchos instrumentos financieros y mercados muy diversos, así como a la naturaleza de sus operaciones, que incluían muchos contratos complejos. Pero la incertidumbre también se acrecentó a causa de la situación de los mercados financieros, en los que aún reinaba la inestabilidad provocada por los acontecimientos del mes anterior. El riesgo de que se extendieran los problemas financieros si el fondo de cobertura incumplía de pronto sus obligaciones, contribuye a explicar la disposición de algunas empresas del sector privado a ayudar a resolver ordenadamente el problema mediante un proceso facilitado por el banco central.

Lecciones de la crisis de septiembre y octubre de 1998

Lo que más sorprendió tanto a los agentes como a las autoridades económicas durante la crisis financiera del año pasado fue el grado de empeoramiento de la situación y la rapidez con que se evaporó la liquidez en varios segmentos

de los mercados. Los acontecimientos del año pasado pusieron de manifiesto la enorme influencia que ejerce el aumento del riesgo crediticio y el elevado grado de apalancamiento en la evolución de los mercados financieros en los periodos de bruscos cambios de opinión de los inversionistas. Al mismo tiempo, subrayan la importancia sistémica de las instituciones creadoras de mercado. El análisis de la crisis y de la recuperación posterior también plantea algunas cuestiones fundamentales sobre la respuesta correcta de las autoridades a la fragilidad de los mercados financieros y a las valoraciones actuales.

A pesar de la atención prestada a las valoraciones de los mercados de acciones antes del verano pasado, el verdadero desencadenante de la crisis fue el anuncio de la quiebra de un prestatario. Los acontecimientos siguientes se debieron principalmente a una revisión del riesgo crediticio por parte de los inversionistas. La diferencia esencial entre el riesgo de mercado y el riesgo crediticio se halla en que el primero se refiere principalmente a la estructura y la evolución de la volatilidad de los precios de los activos, y el segundo, a la incertidumbre de los agentes sobre la capacidad de los prestatarios y de las contrapartes para generar valor. No es una casualidad que los mercados de renta fija y de derivados, en los que es más evidente la sensibilidad al riesgo crediticio, fueran los más afectados por la tormenta y los que están sufriendo aún las consecuencias de ésta. Estos acontecimientos también muestran que la dinámica del mercado desencadenada por una preocupación general por el riesgo crediticio puede dar lugar a constelaciones excepcionales de variaciones de los precios. Los sistemas de gestión del riesgo diseñados principalmente para medir y controlar el riesgo de mercado no siempre son buenos para analizar la conducta de los precios en estas condiciones de mercado. Esos sistemas pueden contribuir de hecho a agravar las tensiones, ya que implican que los inversionistas deben reducir gradualmente el riesgo de cartera liquidando sus posiciones en un mercado en declive.

Riesgo crediticio y
riesgo de mercado

El desarrollo de la crisis puso de manifiesto la intensa utilización por parte de los agentes de muy diversos métodos de apalancamiento, tratando de aumentar el rendimiento de su capital, así como los problemas que surgen cuando un cambio de sentido de la situación del mercado los lleva a liquidar sus posiciones. La permisiva actitud de los prestamistas hacia el riesgo había reducido generalmente el costo de la financiación y aumentado su disponibilidad. En muchos casos, la intensificación de las presiones competitivas los condujo a no aplicar con el debido rigor los instrumentos previstos para atenuar y controlar su riesgo crediticio. Los elevados niveles de apalancamiento, implícitos en las estrategias que recurrían intensamente a los derivados y a la financiación de posiciones mediante la venta de títulos en descubierto, aumentaron las pérdidas al bajar los precios de las clases de activos más arriesgadas y encarecerse al mismo tiempo los bonos del Estado emitidos por los principales países industriales. El aumento de las demandas de cobertura suplementaria y, en algunos casos, la pérdida de valor de la garantía aportada llevaron a los inversionistas a pelear por la liquidez, propagando los efectos de esta liquidación de posiciones a otros segmentos del mercado.

Apalancamiento

Otra importante característica de este reciente episodio de convulsiones en los mercados es el hecho de que el funcionamiento de algunos segmentos resultó gravemente dañado, hasta el punto a veces de quedar éstos totalmente bloqueados. Las instituciones especializadas normalmente en facilitar el intercambio entre los compradores y los vendedores vieron mermada su capacidad para desempeñar la función de crear mercado por la falta de recursos suficientes para hacer frente a una demanda unilateral. Por otra parte, en algunos mercados extrabursátiles y de derivados, la situación se agravó aún más por el hecho de que la creación de mercado había sido desempeñada de facto hasta cierto punto por agentes apalancados como LTCM, en virtud de la importancia de sus posiciones (véase el capítulo VII). La urgente búsqueda de liquidez por parte de esos agentes agudizó aún más las tensiones existentes en el mercado.

Por último, es importante reconocer que la recuperación de muchos mercados ha sido casi tan espectacular como su caída. Los precios de las acciones han recuperado el terreno perdido en casi todas las economías avanzadas y en muchos casos han alcanzado nuevos máximos. Los márgenes de los bonos emitidos por las empresas y los mercados emergentes han disminuido con respecto a sus máximos y, aunque no han retornado a los niveles anteriores a la crisis, los prestatarios han sido recibidos de una manera cada vez más cálida por los inversionistas. Esta recuperación plantea en sí misma algunas cuestiones sobre la interpretación correcta de la crisis. Según una de ellas, la recuperación indica que la convulsión se debió a una dinámica inherente a la conducta de los participantes en los mercados financieros. En este caso, lo importante es saber cómo prevenir, si es posible, la repetición de estos fenómenos y cómo mejorar la resistencia del sistema financiero a estas crisis. Ahora bien, si las convulsiones fueran una reacción justificada a los cambios de los parámetros económicos fundamentales, las valoraciones actuales pueden ser tan frágiles como las que existían a principios del verano del año pasado.