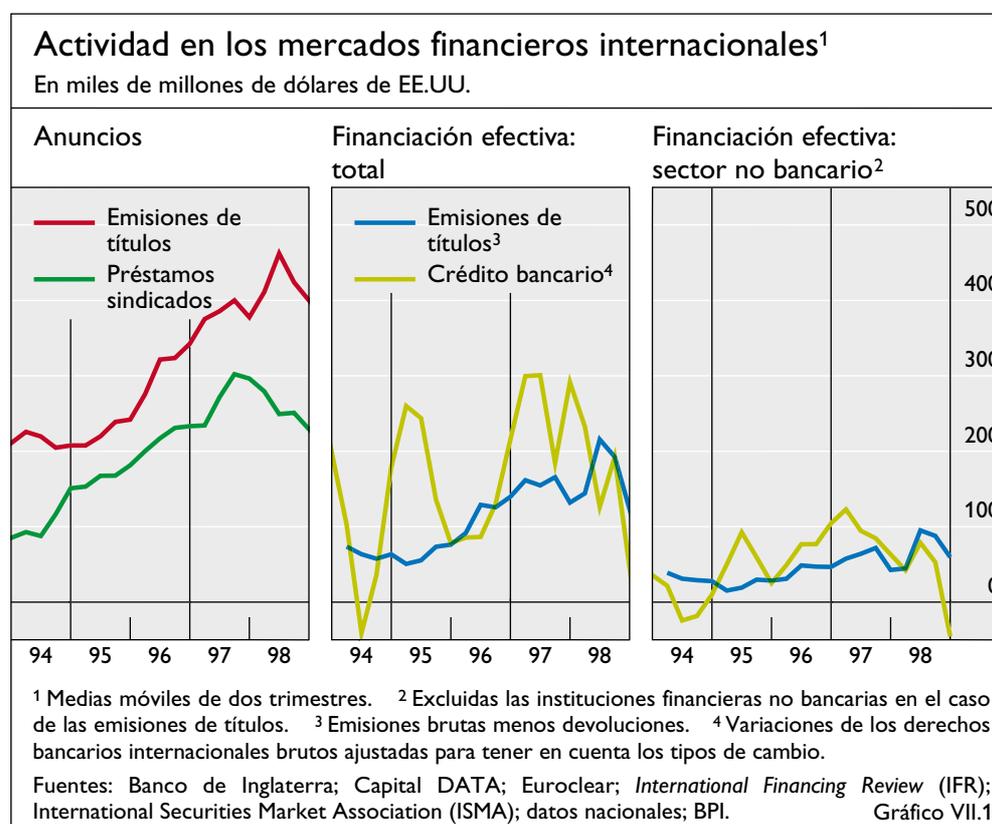


VII. Mercados financieros internacionales

Aspectos más destacados

La moratoria de la deuda rusa anunciada en agosto de 1998 introdujo un gran cambio en los mercados financieros internacionales. Ciertamente, las repetidas tensiones desde la aparición de la crisis asiática en julio de 1997 ya habían afectado considerablemente a la situación general de los mercados. Pero hasta el verano pasado, los factores expansivos fueron, en general, suficientemente fuertes para contrarrestar la creciente preocupación por la exposición al riesgo crediticio. Entre los principales se hallaban la búsqueda de mayores rendimientos en un clima monetario favorable, la diversificación internacional de las carteras —relacionada en parte con esta búsqueda—, la oleada de fusiones y adquisiciones en el mundo industrial y la aparición gradual de un mercado financiero paneuropeo. La imprevista decisión rusa provocó una espectacular pérdida de confianza del mercado, agravada en septiembre por las revelaciones sobre la magnitud de la posición de riesgo de Long-Term Capital Management (LTCM). Las condiciones para emitir títulos se endurecieron bruscamente para todos los prestatarios salvo para los más solventes, la nueva



financiación a través de los mercados internacionales bancarios y de títulos se recortó radicalmente y el volumen de operaciones en el mercado secundario se hundió para todos los instrumentos arriesgados. Aunque la reducción de los tipos oficiales introdujo una cierta calma e infundió nueva vida a los mercados primarios y secundarios, persistió la preocupación por la solidez del sistema financiero mundial.

A pesar de ello y de las considerables pérdidas que experimentaron algunos agentes clave, parece que el mercado interbancario internacional resistió bastante bien la liquidación general de posiciones apalancadas y el brusco cambio de las preferencias de los inversionistas en favor de los activos seguros y líquidos. Al mismo tiempo, algunos factores a largo plazo continuaron favoreciendo la financiación a través del mercado internacional de títulos, y los prestatarios mejor calificados incluso aumentaron sus emisiones en un clima de feroz competencia entre los suscriptores. Por último, fueron los mercados de derivados los que se acomodaron, una vez más, ante la revisión de las posiciones y estrategias existentes. No obstante, la resistencia de los mercados no debe ocultar el hecho de que tanto los participantes en el mercado como las autoridades se vieron sorprendidos por la magnitud del cambio, lo que puso de manifiesto la presencia de graves deficiencias en los sistemas existentes de gestión del riesgo y en la supervisión, así como en la transparencia del mercado.

Estimaciones de la financiación neta en los mercados internacionales ¹							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Saldos a finales de 1998
En miles de millones de dólares de EE.UU.							
Total de derechos bancarios internacionales ²	316,4	274,9	680,1	532,7	1.142,6	331,0	9.665,4
Derechos de bancos locales en divisas	-0,9	0,2	-36,0	71,4	42,1	12,1	1.382,8
menos: redepósitos interbancarios	115,5	85,1	314,1	184,1	719,8	228,1	5.563,2
A = Derechos bancarios internacionales netos ³	200,0	190,0	330,0	420,0	465,0	115,0	5.485,0
B = Instrumentos del mercado de dinero netos	-6,2	3,3	17,4	41,1	19,8	7,4	194,5
Total de emisiones completas de bonos y títulos	..	504,1	536,8	859,6	1.014,0	1.167,8	
menos: amortizaciones y recompras	..	253,8	291,0	363,4	460,5	497,5	
C = Financiación neta con bonos y títulos	194,9	250,3	245,8	496,2	553,5	670,3	4.121,6
D = A + B + C = Financiación internacional total	388,7	443,6	593,1	957,3	1.038,3	792,7	9.801,1
menos: doble contabilización ⁴	113,7	38,6	48,1	197,3	163,3	227,7	1.456,1
E = Financiación internacional neta total	275,0	405,0	545,0	760,0	875,0	565,0	8.345,0

¹ En el caso de los datos bancarios y de la colocación de euronotas, variación de las cantidades existentes, excluidos los efectos relacionados con las variaciones de los tipos de cambio; en el caso de la financiación con bonos, datos sobre flujos. ² Bancos de los países del Grupo de los Diez, más los de Austria, Dinamarca, España, Finlandia, Irlanda, Luxemburgo, Noruega, Antillas Holandesas, Bahamas, Bahrein, Hong Kong, Islas Caimán y Singapur, y las sucursales de bancos de Estados Unidos en Panamá. ³ Excluidos los redepósitos estimados entre bancos declarantes. ⁴ Títulos de deuda internacionales adquiridos o emitidos por los bancos declarantes, en la medida en que se hayan inscrito en las estadísticas bancarias como derechos sobre no residentes.

Fuentes: Banco de Inglaterra; Capital DATA; Euroclear; IFR; ISMA; BPI.

Cuadro VII.1

El mercado bancario internacional

En el área de las líneas de crédito sindicadas, el nivel de fusiones y adquisiciones fue bastante elevado en Norteamérica y Europa durante 1998, pero los préstamos anunciados disminuyeron, no obstante, un 16% (situándose en 957.000 millones de dólares). Las líneas de crédito abiertas a entidades de los mercados emergentes disminuyeron casi un 50% (situándose en 68.000 millones de dólares) y continuaron haciéndolo durante el primer trimestre de 1999. La crisis asiática que estalló a mediados de 1997 ya había creado un clima mucho menos favorable para los prestatarios. La retirada de grupos bancarios japoneses y de otros países asiáticos provocó un endurecimiento aún mayor de las condiciones para obtener préstamos. En ese sentido, la moratoria rusa no hizo más que animar más a los bancos a revisar sus posiciones de riesgo y sus métodos para gestionarlo. La creciente presencia de inversionistas institucionales y de bancos de inversión, así como el aumento del volumen de transacciones en los mercados secundarios, hicieron que los

La moratoria
rusa ...

Principales características de la actividad bancaria internacional ¹							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Saldos a finales de 1998
En miles de millones de dólares de EE.UU.							
A = Derechos sobre países situados fuera de la zona declarante	11,6	36,6	120,8	141,4	98,6	-29,6	1.200,7
B = Derechos sobre países de la zona declarante	251,4	228,3	506,5	446,2	1.095,0	394,4	9.630,5
(1) Derechos sobre entidades no bancarias	122,7	-49,3	189,5	302,2	242,4	69,9	2.935,1
(2) Financiación internacional de préstamos internos	13,3	192,5	2,9	-40,1	132,8	96,4	1.132,3
(3) Redepósitos interbancarios	115,5	85,1	314,1	184,1	719,8	228,1	5.563,2
C = Sin asignar	52,5	10,1	16,8	16,4	-8,8	-21,7	216,9
D = A + B + C = Derechos bancarios internacionales brutos	315,5	275,1	644,1	604,1	1.184,8	343,1	11.048,2
E = D - B(3) = Derechos bancarios internacionales netos	200,0	190,0	330,0	420,0	465,0	115,0	5.485,0
A = Pasivos con países situados fuera de la zona declarante	-14,8	74,6	96,4	101,8	77,2	-13,2	1.047,9
B = Pasivos con países de la zona declarante	112,5	539,2	338,5	325,0	950,1	337,6	8.728,1
(1) Pasivos con entidades no bancarias	86,2	132,8	116,7	225,7	202,8	44,0	2.053,7
(2) Financiación interna de préstamos internacionales	85,6	-64,4	18,9	-31,7	-3,1	24,4	1.318,2
(3) Redepósitos interbancarios	-59,3	470,9	202,9	131,0	750,4	269,2	5.356,2
C = Sin asignar	43,0	47,1	98,0	124,1	188,1	59,8	1.065,1
D = A + B + C = Pasivos bancarios internacionales brutos	140,7	660,9	532,9	551,0	1.215,4	384,2	10.841,2
<i>Pro memoria: Créditos sindicados²</i>	279,4	477,1	697,7	900,9	1.136,3	957,3	

¹ Variaciones de las cantidades existentes, excluidos los efectos relacionados con las variaciones de los tipos de cambio.

² Nuevos créditos anunciados.

Fuentes: Capital DATA; BPI.

Cuadro VII.2

precios fueran más acordes con los vigentes en el mercado internacional de títulos. Al mismo tiempo, el creciente uso de derivados crediticios dio un cierto margen para ajustar con mayor rapidez las posiciones de riesgo, aunque la crisis financiera mundial puso de manifiesto la existencia de una serie de deficiencias en ese segmento del mercado (véase el apartado sobre los mercados de derivados).

El empeoramiento del clima financiero durante 1998 se observa más claramente en las estadísticas bancarias internacionales detalladas del BPI, las cuales se refieren a los préstamos concedidos realmente y no a los anunciados. Así, aunque los bancos redujeron sus préstamos a las economías de mercado emergentes de Asia en una cuantía sin precedentes durante el primer trimestre del año, posteriormente también se retiraron de otras regiones del mundo en vías de desarrollo. En el tercer trimestre, con la crisis rusa en su peor momento, el repliegue de los bancos llegó al mundo industrial. Se produjo, en particular, una reducción radical de nuevos préstamos a clientes no bancarios situados en centros financieros que son sede de los fondos de cobertura. Las ventas paralelas de títulos por parte de los bancos declarantes también demostraron que estaban liquidándose los préstamos con garantía. Aunque el abandono de las economías emergentes se moderó durante el último trimestre, la liquidación de posiciones y la huida de los inversionistas en busca de seguridad alcanzaron su culmen, provocando una contracción absoluta del volumen total de crédito bancario internacional. Al mismo tiempo, los depositantes no bancarios mostraron una clara preferencia por la colocación de fondos en bancos que se creía estaban menos expuestos a la convulsión financiera.

Los factores expansivos ocultaron durante algún tiempo la repercusión negativa de estos acontecimientos en los flujos bancarios internacionales. Uno de ellos consistió en la introducción paulatina de la UEM, que actuó como un catalizador de la expansión de las operaciones transfronterizas en Europa. Otro fue el activo papel que desempeñaron los bancos en los mercados de títulos. De hecho, el brusco movimiento registrado en las tenencias bancarias de ciertos tipos de títulos en el transcurso del año reveló la importancia de sus transacciones por cuenta propia en la actividad global. Otro factor favorable fue la redistribución de la liquidez mundial a través del mercado interbancario internacional. Estos elementos, junto con la expansión internacional de algunos grupos bancarios europeos, también compensaron la retirada de los bancos japoneses y la repercusión indirecta de la convulsión en los bancos que tenían o parecían tener vínculos con grandes deudores o con inversionistas apalancados.

Operaciones con países situados dentro de la zona declarante

Durante el primer semestre de 1998, la actividad bancaria internacional ya estaba sumamente concentrada en entidades prestatarias ubicadas en Europa, Norteamérica y centros del Caribe, a expensas de Japón y de la mayoría de las economías de mercado emergentes. Esta pauta de préstamos contribuyó a retrasar el aumento de las primas de riesgo dentro del grupo de prestatarios situados dentro de la zona declarante, excluido Japón (véase la nota 2 del cuadro VII.1 para una definición de la zona declarante del BPI). Es posible que

... acentúa la retirada de los bancos del mundo en vías de desarrollo ...

... y provoca una contracción absoluta del crédito ...

... al disminuir los efectos de los factores expansivos

La abundante concesión de préstamos dentro de la zona durante el primer semestre del año ...

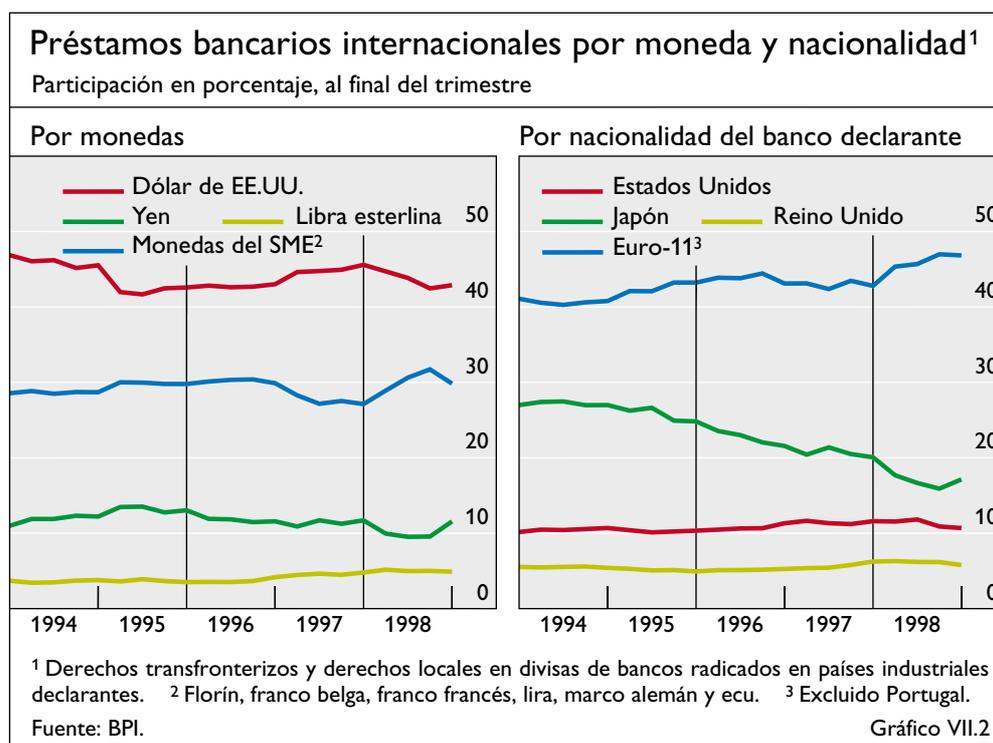
... facilita las transacciones apalancadas ...

... lo que acentúa el giro posterior ...

... al igual que la retirada general de depósitos

también facilitara indirectamente la financiación de estrategias apalancadas. Debe señalarse a este respecto la considerable acumulación de títulos emitidos por entidades de países desarrollados en las carteras de los bancos durante este periodo, si bien el volumen de transacciones relacionadas con esta acumulación sólo quedó patente en la liquidación posterior. Las bruscas oscilaciones de la disponibilidad de crédito durante el verano se evidenciaron sobre todo en las transacciones con el sector no bancario situado dentro de la zona declarante. Aunque el repliegue registrado en el tercer trimestre sólo afectó a entidades situadas en Estados Unidos y algunos de los centros del Caribe (donde están registrados algunos fondos de cobertura), en el cuarto trimestre se convirtió en desbandada, lo que se tradujo en una contracción de un 9% en términos anuales del volumen de crédito bancario internacional concedido a clientes no bancarios situados dentro de la zona declarante.

Por lo que se refiere al pasivo del balance internacional de los bancos declarantes, los nuevos depósitos de inversionistas no bancarios situados dentro de la zona declarante parecieron suficientes hasta el verano para contrarrestar la pérdida de depósitos procedentes de las economías de mercado emergentes. Durante el tercer trimestre, comenzaron a observarse indicios de tensiones cuando esos depositantes mostraron una preferencia por la tenencia de activos en un selecto número de grupos bancarios. El desequilibrio se agravó especialmente en el cuarto trimestre, cuando las entidades no bancarias ubicadas dentro de la zona se retiraron en masa del mercado bancario internacional (-22% en términos anuales). Este hecho ayuda a comprender la tan comentada contracción internacional del crédito del pasado mes de octubre. Retrospectivamente, parece que la interrupción de la intermediación bancaria internacional producida durante este periodo se debió tanto a una disminución de la capacidad de los bancos para atraer fondos



como a su propia reticencia a extender créditos. Así se explica la inyección de liquidez llevada a cabo por las autoridades monetarias de los principales países, la cual impidió que las repercusiones sistémicas fueran mayores.

Operaciones con países situados fuera de la zona declarante

Los flujos crediticios de los bancos a las economías emergentes y en transición experimentaron un brusco cambio de sentido en 1998 (pasando de +73.000 millones de dólares en 1997 a -60.000 millones), si bien existen considerables diferencias entre las regiones en lo que se refiere tanto al momento de producirse el giro como a su magnitud. En el caso de Asia, la crisis surgida en el verano de 1997 llegó a su culmen en el primer trimestre de 1998, cuando los bancos declarantes redujeron sus posiciones de riesgo en Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia. La situación mejoró en los mercados, sobre todo con respecto a Corea, pero sólo temporalmente, ya que los prestatarios de los mercados emergentes soportaron el peso de la huida de los inversionistas en busca de seguridad tras el anuncio de la moratoria rusa en agosto. Los bancos declarantes continuaron reduciendo sus créditos a este grupo de países, pero también se retiraron de China a causa de la creciente incertidumbre sobre la situación financiera de las sociedades de cartera locales y sobre la posibilidad de mantener estable el tipo de cambio (véase el capítulo III). La retirada general de los grupos de bancos prestamistas de diversa nacionalidad y la

La retirada de los bancos de Asia ...

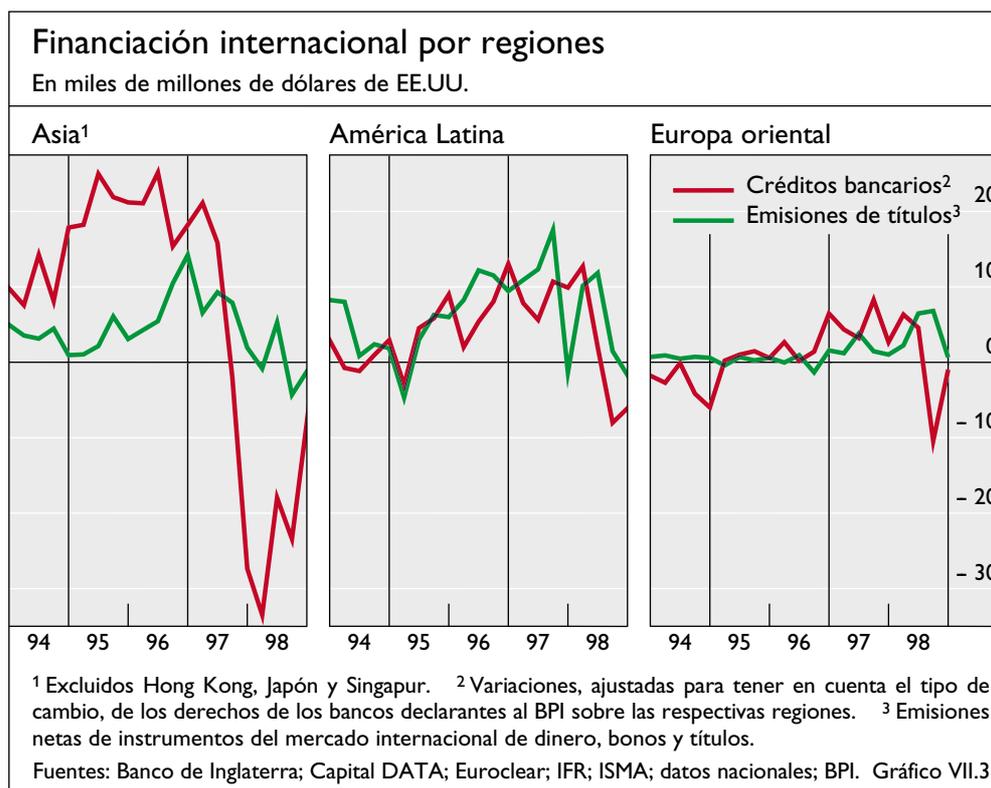
... se amplía durante el verano ...

... para incluir a China ...

Derechos externos de los bancos sobre países situados fuera de la zona declarante*								
	1996	1997	1998				Saldos a finales de 1998	
	Año	Año	Año	1T	2T	3T		4T
En miles de millones de dólares de EE.UU.								
Total de países situados fuera de la zona	141,4	98,6	-29,6	- 5,0	- 4,5	-25,7	5,6	1.200,7
Países desarrollados	22,8	25,2	30,8	9,5	2,3	8,8	10,2	248,2
Europa oriental	10,8	18,5	- 0,5	6,3	4,6	-10,4	- 1,0	108,8
<i>Rusia</i>	6,8	9,8	- 6,3	3,3	2,7	-10,7	- 1,6	54,7
Países en vías de desarrollo	107,9	54,9	-59,9	-20,8	-11,4	-24,1	- 3,6	843,7
América Latina	28,5	34,1	0,7	12,7	2,0	- 8,0	- 6,1	309,0
<i>Argentina</i>	5,4	7,3	- 0,3	1,5	- 0,2	1,2	- 2,8	46,5
<i>Brasil</i>	16,7	10,7	- 3,9	8,1	0,6	- 8,0	- 4,5	98,2
<i>México</i>	0,1	2,3	1,5	1,3	- 0,3	- 0,9	1,4	76,3
Oriente Medio	-0,1	10,5	23,3	- 0,8	6,2	7,5	10,5	106,6
África	-0,4	2,6	- 1,1	0,8	- 1,7	- 0,2	0,0	58,7
Asia	79,8	7,6	-82,8	-33,5	-18,0	-23,4	- 7,9	369,3
<i>China</i>	13,5	11,4	- 8,3	0,3	- 3,3	- 6,3	1,0	82,7
<i>Corea</i>	26,6	- 4,3	-30,1	-16,4	- 4,2	- 4,7	- 4,9	74,6
<i>Indonesia</i>	9,4	5,7	-12,7	- 5,0	- 4,0	- 2,1	- 1,6	50,5
<i>Tailandia</i>	9,5	-17,5	-24,0	- 8,5	- 5,3	- 4,8	- 5,4	56,6

* Variaciones de las cantidades existentes, excluidos los efectos relacionados con las variaciones de los tipos de cambio.
Fuente: BPI.

Cuadro VII.3



elevada proporción de deuda a corto plazo en los préstamos bancarios totales concedidos a Asia (el 60%, en promedio, a finales de 1997), agravaron la situación de las economías locales.

El contagio de la crisis asiática a otras regiones se frenó durante un tiempo, pero, a medida que transcurría el año, también se observó una contracción del crédito en otras economías de mercado emergentes. En América Latina, sorprendió el cambio de sentido operado en las relaciones crediticias de los bancos con Brasil entre el primer semestre del año y el segundo. Los altos niveles de los tipos de interés internos, que alcanzaron cotas históricas, y las nuevas reglamentaciones, provocaron enormes entradas de fondos bancarios en la primera parte del año. Sin embargo, a estas entradas siguieron salidas aún mayores cuando los acontecimientos de Rusia llevaron a revisar radicalmente la concesión de créditos a Brasil. La repercusión de la crisis rusa, la liquidación de posiciones apalancadas tras la quiebra casi total de LTCM y los indicios de que había aumentado la participación del sector privado en el conjunto de medidas preventivas del FMI para ayudar al país, probablemente animaron a los acreedores a reducir su presencia antes de la devaluación del real a principios de 1999. Es interesante señalar que la retirada de los bancos de otros países del continente fue más discreta: Argentina continuó teniendo acceso en cierta medida al mercado bancario internacional hasta bien entrado el tercer trimestre y México consiguió nuevos créditos en el cuarto, aunque con mayores márgenes.

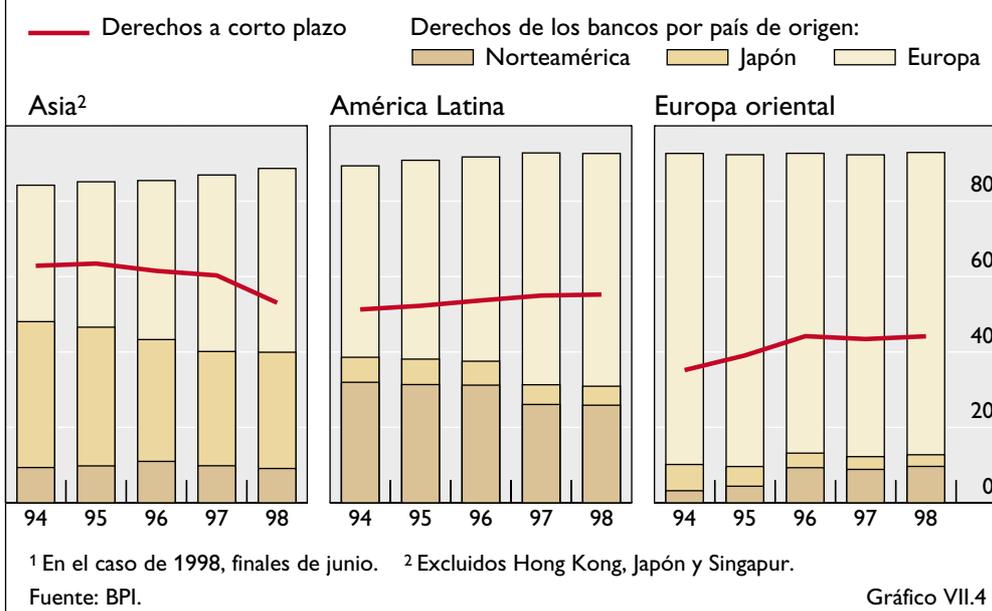
El aislamiento de América Latina en el primer semestre de 1998 de la crisis originada en Asia ya se señaló en el capítulo III. La continua, aunque reducida, capacidad de Argentina y México para acceder a los mercados

... y Brasil

El contagio es discreto en otros países ...

Principales características de los derechos bancarios internacionales por regiones

En porcentaje de los derechos totales, a finales de año¹



internacionales a partir de entonces induce a pensar que aumentó la diferenciación del riesgo-país entre los inversionistas. Sin embargo, es posible que otros factores importantes acentuaran esta tendencia. En primer lugar, el supuesto implícito de que los países de la región estaban protegidos por una red de seguridad internacional, animó a los bancos a explotar las diferencias existentes entre los tipos de interés, permitiendo así que se estabilizaran los márgenes (véase el último apartado del presente capítulo). En segundo lugar, los bancos europeos y norteamericanos tenían interés en reforzar su presencia en América Latina y establecer vínculos con los sistemas bancarios locales que se creía habían alcanzado una fase bastante avanzada de reestructuración. En tercer lugar, salvo en Brasil, el peso de la deuda bancaria que vencía en 1998 era considerablemente menor que en Asia. Este hecho redujo las presiones sobre la financiación externa, al menos a corto plazo, tanto más cuanto que en algunos casos podían satisfacerse las necesidades en el mercado internacional de títulos.

En Europa oriental, los datos bancarios internacionales del BPI muestran que los bancos continuaron facilitando financiación a Rusia, hasta la decisión de las autoridades de declarar una moratoria de parte de la deuda del país. Este hecho se ha atribuido a la confianza de los acreedores en la capacidad del país para cumplir sus obligaciones o conseguir ayuda internacional en caso de que tuviera dificultades para pagar los intereses de la deuda. La moratoria se acompañó de una enorme caída del valor de los créditos en dólares de los bancos a Rusia, a causa principalmente de la notable disminución del valor de cartera de los títulos impagados. De hecho, este país explica por sí solo toda la reducción que experimentaron los derechos de los bancos declarantes sobre la región durante el segundo semestre del año. No parece que otros países

... lo que induce a pensar que aumentó la diferenciación del riesgo-país ...

... a pesar de la crisis rusa

de Europa oriental vieran interrumpido significativamente el crédito bancario durante ese periodo, gracias quizá a su clima económico más favorable y a sus crecientes relaciones con los países de la Unión Europea.

Al mismo tiempo, a pesar del efecto conjunto del contagio y del descenso de los precios del petróleo, continuaron entrando fondos bancarios internacionales en Oriente Medio. En particular, Arabia Saudí y los Emiratos Árabes Unidos siguieron aprovechando su elevada solvencia para recurrir en gran escala al mercado bancario.

El mercado internacional de títulos

El volumen sin precedentes de emisiones de títulos ...

A pesar del aumento tendencial de los reembolsos y de la contracción de las operaciones con instrumentos del mercado de dinero, la nueva financiación neta por medio de títulos de deuda internacionales alcanzó una nueva cifra récord en 1998 (678.000 millones de dólares). Las condiciones de emisión variaron considerablemente en el transcurso del año. La gran actividad observada durante el primer trimestre se debió tanto a emisiones retrasadas

Principales características de las emisiones internacionales de títulos ¹							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Saldos a finales de 1998
En miles de millones de dólares de EE.UU.							
Total de emisiones netas	188,7	253,6	263,1	537,3	573,3	677,7	4.316,1
Instrumentos del mercado de dinero ²	- 6,2	3,3	17,4	41,1	19,8	7,4	194,5
Bonos y títulos ²	194,9	250,3	245,8	496,2	553,5	670,3	4.121,6
Países desarrollados	114,8	205,5	228,4	411,0	449,0	570,2	3.506,2
Europa ³	147,7	167,1	159,8	243,2	257,9	279,6	2.029,2
Japón	-52,1	-5,9	-2,9	16,3	-0,4	-19,8	318,1
Estados Unidos	- 4,0	22,9	56,3	131,8	176,9	282,6	845,0
Canadá	19,2	16,6	8,7	8,8	10,1	21,5	207,4
Centros extraterritoriales	10,2	7,2	1,7	16,3	14,5	11,6	61,0
Otros países	27,6	32,5	22,1	88,2	89,2	40,9	377,5
Instituciones internacionales	36,2	8,5	11,0	21,8	20,6	55,1	371,3
Dólar de EE.UU.	28,6	66,5	69,0	261,7	332,0	411,1	1.971,9
Yen	29,3	86,0	81,3	85,3	34,6	-29,3	487,5
Monedas de la zona del euro	82,6	80,2	84,3	135,8	139,0	220,3	1.173,8
Otras monedas	48,3	20,9	28,5	54,4	67,8	75,5	682,9
Instituciones financieras ⁴	51,4	136,1	167,9	346,9	360,0	368,3	2.022,6
Sector público ⁵	130,7	103,1	73,3	118,5	89,0	182,1	1.273,2
Empresas	6,6	14,4	22,0	71,9	124,3	127,2	1.020,0
<i>Pro memoria:</i>							
Bonos y títulos anunciados	534,6	492,5	534,5	861,1	1.010,9	1.172,7	

¹ Bonos internacionales: datos sobre flujos; instrumentos del mercado de dinero y títulos: variaciones de las cantidades existentes, excluidos los efectos relacionados con las variaciones de los tipos de cambio. ² Excluidos los títulos emitidos en el mercado interno por no residentes. ³ Excluida Europa oriental. ⁴ Bancos comerciales y otras instituciones financieras. ⁵ Gobiernos, organismos públicos e instituciones internacionales.

Fuentes: Banco de Inglaterra; Capital DATA; Euroclear; IFR; ISMA; BPI.

Cuadro VII.4

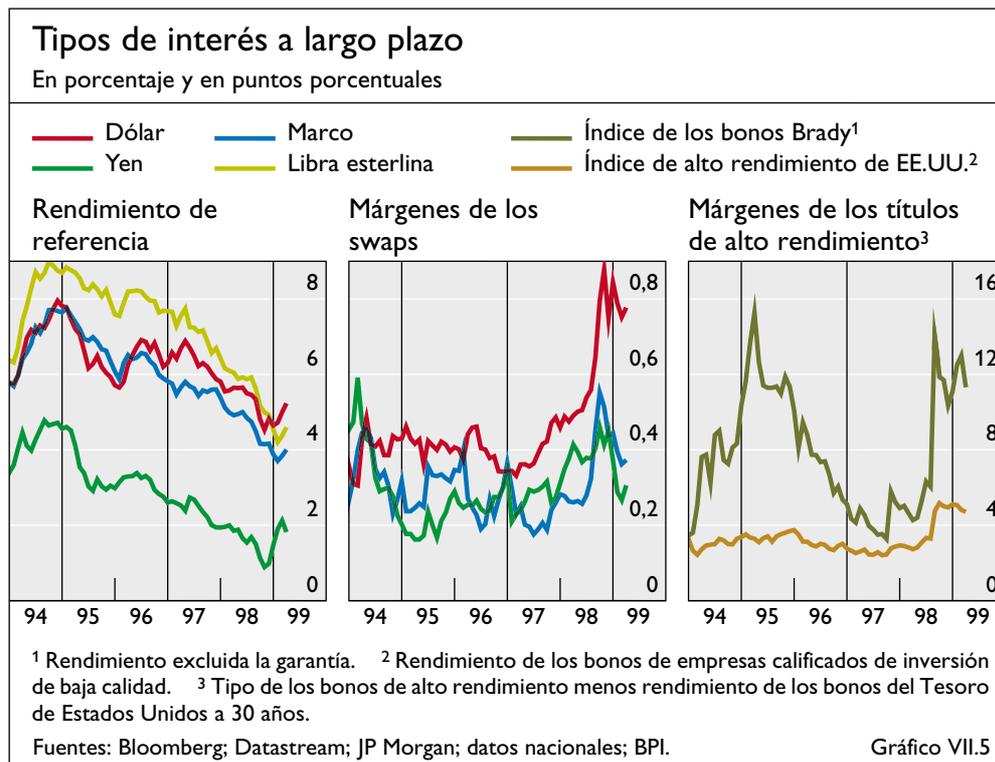
por el empeoramiento de la crisis financiera asiática de finales de 1997 como a la adopción posterior de una política monetaria más acomodaticia. El clima empeoró en agosto, cuando la moratoria rusa cerró el acceso al mercado a todos los títulos, salvo a los mejores. Una ronda de reducciones de los tipos de interés oficiales aportó una cierta calma y permitió que se reanudara la actividad, si bien la preocupación por el riesgo crediticio y de liquidez afectó profundamente a la composición de las emisiones, a costa de los títulos de los mercados emergentes. Los datos disponibles sobre el primer trimestre de 1999 muestran que esos prestatarios pudieron retornar al mercado internacional de títulos poco después de la devaluación brasileña de enero (ampliamente esperada). Sin embargo, los indicadores del mercado inducen a pensar que la revisión global del riesgo del pasado otoño tuvo una influencia más duradera en las primas de riesgo crediticio y de liquidez, que continuaron siendo superiores a su media a largo plazo.

Ello no obstante, el mercado demostró ser resistente a las repetidas tormentas. Aunque el aumento del número de inversionistas y emisores, así como de la variedad de productos ofrecidos, fue un importante factor favorable, hubo otros factores a largo plazo, entre los cuales destacan tres. En primer lugar, la reestructuración de los sectores industrial y financiero se tradujo en una oleada de emisiones ligadas a adquisiciones. En segundo lugar, la mejora de la situación presupuestaria en el mundo industrial (salvo en Japón) brindó una oportunidad a una amplia variedad de prestatarios de primera calidad. Y tercero, la inminente introducción de la moneda única europea impulsó los flujos transfronterizos, y el deseo de los emisores de establecer valores de referencia denominados en ecu/euros provocó el abandono de algunos mercados nacionales.

... muestra la resistencia de los mercados ...

... en un contexto de reestructuración ...

... ajuste al euro ...



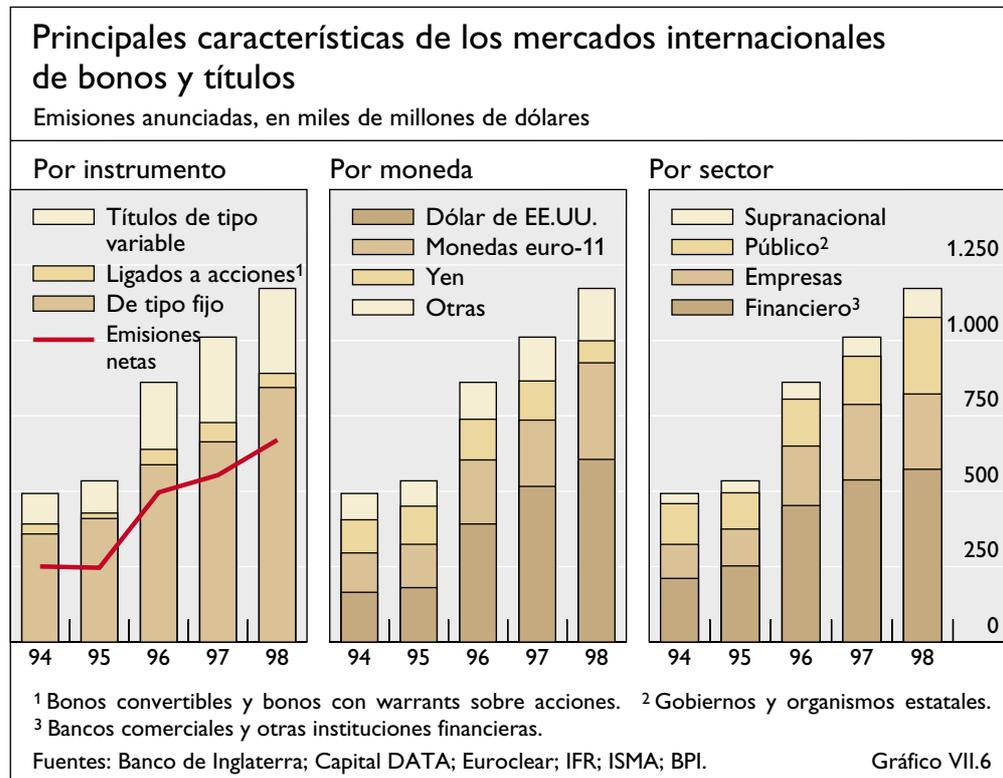
El aumento de la volatilidad del mercado acentuó la concentración de los intermediarios. Los suscriptores estadounidenses mantuvieron su liderazgo, valiéndose de la solidez de sus balances para conseguir grandes emisiones en dólares de organismos supranacionales y del sector público. Los operadores situados en Europa se beneficiaron de su capacidad para colocar títulos en monedas europeas y de la inminente introducción del euro para aumentar de nuevo su cuota de mercado. En cambio, el bajo volumen de transacciones originadas en Japón y denominadas en yenes provocó una nueva disminución de la solvencia de los intermediarios financieros japoneses. Al mismo tiempo, la creciente competencia redujo los márgenes de suscripción, lo que condujo a algunos grupos bancarios a reducir gradualmente su aspiración a convertirse en operadores mundiales.

... y feroz competencia entre los suscriptores

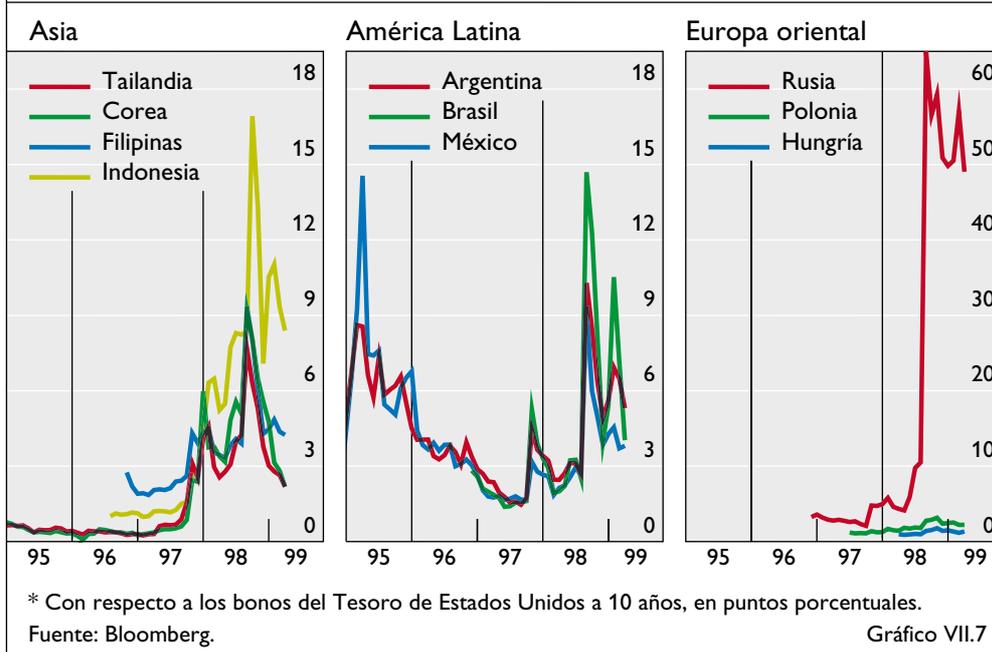
Tipo y nacionalidad de los emisores

Los inversionistas se pasan a los títulos líquidos ...

La crisis de los mercados financieros repercutió en la composición de los prestatarios que accedían al mercado internacional de títulos. La elevada demanda por parte de los inversionistas de títulos de primera calidad y líquidos animó a las entidades públicas del mundo industrial y a las agencias supranacionales a aumentar gradualmente sus emisiones (un 59% y un 44% al año, respectivamente), lo que se tradujo en un notable incremento del volumen medio de las transacciones: las operaciones por valor de más de 1.000 millones de dólares representaron un 27% de las emisiones, frente a un 10% un año antes. Las instituciones financieras continuaron representando la mayor proporción de las emisiones (54%), a pesar de la preocupación por sus posiciones de riesgo en las economías de mercado emergentes y en inversionistas apalancados. El interés de los inversionistas por las grandes



Margen medio de los bonos internacionales soberanos en dólares de EE.UU.*



emisiones de valores de referencia y las dudas sobre la solidez del sector privado no financiero dificultaron las emisiones de este último grupo.

Los prestatarios de Estados Unidos y Alemania se mostraron especialmente activos, representando el 26% y el 13%, respectivamente, de las emisiones brutas totales de títulos de deuda. Aunque las agencias semipúblicas de financiación de Estados Unidos aprovecharon la reducida oferta de títulos del Tesoro para establecer grandes referencias internacionales, las instituciones bancarias alemanas de primera fila siguieron la estrategia de diversificar sus fondos por medio de emisiones excepcionalmente grandes en marcos alemanes. En cambio, la financiación bruta de prestatarios japoneses cayó cuando los bancos tuvieron que hacer frente a un aumento de las primas de riesgo y las empresas recurrieron al mercado nacional de bonos. Al mismo tiempo, los prestatarios de los mercados emergentes soportaron los efectos de la huida de los inversionistas en busca de seguridad. Así, la emisión bruta de esas entidades disminuyó un 36% con respecto al volumen récord de 1997 (situándose en 95.000 millones de dólares). Aunque los inversionistas mostraron su preferencia por los emisores de América Latina y Europa oriental durante el primer semestre del año, la actividad se interrumpió en este segmento del mercado tras la moratoria rusa. Ello no obstante, algunos prestatarios soberanos consiguieron lanzar considerables emisiones, pero con márgenes mucho mayores y menores vencimientos. Por otra parte, algunas emisiones contenían “edulcorantes” para venderse mejor.

Tipo y moneda de las emisiones

La financiación por medio de *instrumentos del mercado de dinero*, abarcando éstos el europapel comercial (ECP) y otras euronotas a corto plazo, se

... de los mejores emisores de Estados Unidos y Alemania ...

... a expensas de las entidades de los mercados emergentes

Cae la emisión de títulos a corto plazo ...

desaceleró aún más en 1998. Esta desaceleración se debió en parte a la crisis de los mercados emergentes, pero sobre todo a la devolución de la deuda por un reducido grupo de prestatarios soberanos europeos e instituciones financieras japonesas. Esta moderada actividad contrastó claramente con la enorme expansión del mercado de papel comercial de Estados Unidos. Aunque el dólar continuó siendo la moneda más utilizada en el mercado de ECP, algunos gobiernos europeos han tomado posiciones, en previsión de la aparición de un mercado de deuda europea grande y líquido a corto plazo, anunciando la introducción de nuevas líneas de crédito denominadas en euros.

... pero la demanda de liquidez aumenta la emisión de títulos de tipo fijo

En los *segmentos a largo plazo* del mercado, el aumento de la emisión bruta de *títulos ordinarios de tipo fijo* contrarrestó con creces la caída de los bonos de tipo variable y de los títulos ligados a acciones. Aunque la volatilidad mostrada por los rendimientos de los bonos y los tipos de los swaps durante el segundo semestre del año dificultó frecuentemente el lanzamiento de títulos de tipo fijo, la demanda de liquidez por los inversionistas y las prisas de los prestatarios para llevar a cabo grandes operaciones de referencia antes de la llegada de la UEM apoyaron ese segmento. La persistencia de los grandes márgenes de los swaps en algunas de las principales monedas (el dólar y la libra esterlina, en particular) también permitió a los prestatarios de primera fila contrarrestar los efectos negativos de los márgenes menos atractivos de las nuevas emisiones. Sin embargo, ante la débil demanda de complejas estructuras, las agencias supranacionales y los grandes emisores del sector público se sirvieron de muy diversos elementos que aumentaban la liquidez, incluida la posibilidad de intercambiar los títulos adquiridos por tramos y los contratos de recompra.

El riesgo crediticio dificulta la emisión de bonos de interés variable

Aunque la evolución de los tipos de interés mundiales y la volatilidad de los precios de los activos avivaron el interés de los inversionistas por los instrumentos defensivos, los amplios márgenes de los swaps redujeron el atractivo de la emisión de *bonos de interés variable*. La crisis financiera mundial también suscitó dudas sobre la solvencia de las instituciones financieras, principales usuarias de este segmento del mercado. El volumen de *emisiones ligadas a acciones* disminuyó de manera considerable en 1998, tras un año excepcionalmente bueno. Como consecuencia de los malos resultados de los mercados japoneses de acciones, las empresas japonesas estuvieron casi ausentes de un segmento en el que habían sido antes la fuerza dominante. La situación fue diferente en el caso de los prestatarios situados en Europa, donde la reestructuración industrial y la creciente importancia dada al rendimiento para el accionista continuaron induciendo a las empresas a liquidar las tenencias cruzadas de acciones por medio de emisiones canjeables fiscalmente rentables (que permitían canjear la deuda de una empresa por acciones de otra). Debe señalarse que la escasez de transacciones ordinarias ligadas a acciones oculta el volumen de actividad existente en este segmento del mercado, ya que un creciente número de emisiones se ha estructurado sintéticamente a partir de derivados relacionados con acciones. El mercado primario de *acciones internacionales* estuvo algo más animado, con un nuevo volumen récord de emisiones (125.000 millones de dólares) lanzadas principalmente por empresas de telecomunicaciones europeas y japonesas recientemente privatizadas.

Las emisiones ligadas a acciones están sometidas a influencias contrapuestas ...

Algunos hechos muestran la diversidad de factores que influyeron en el mercado internacional de títulos. Por ejemplo, durante el primer semestre del año hubo indicios de que los inversionistas estaban mostrándose cada vez más favorables a la deuda de sociedades, como lo demostraba la expansión de las emisiones de alto rendimiento europeas (“emisiones basura”). Pero esa actividad se interrumpió casi por completo a continuación, debido a la huida en busca de calidad. Al mismo tiempo, los *títulos-valores respaldados con garantía de activos* se beneficiaron de la demanda de inversión en títulos de primera calidad, a pesar de la jerarquización de los créditos y de la preocupación por la liquidez y la solidez financiera de tales estructuras. Estos factores no impidieron el desarrollo de la titularización en algunos países europeos, como lo demuestra el lanzamiento de las primeras emisiones hipotecarias en Italia y Suiza. Las presiones a las que estaban sometidos los bancos europeos para aumentar la eficiencia del capital y los rendimientos de las acciones, también los han llevado a transferir el riesgo crediticio de su cartera de créditos a las empresas mediante la emisión de obligaciones garantizadas por esos créditos (a menudo, en combinación con derivados crediticios). Sin embargo, la amplia diversidad de reglamentaciones y convenciones, así como la existencia de vías de financiación rivales (como los instrumentos hipotecarios con garantía pública), siguen constituyendo una traba para el mercado europeo de títulos respaldados por activos.

... como son los instrumentos de elevado rendimiento

Las operaciones en dólares de Estados Unidos continuaron representando alrededor de la mitad de las emisiones brutas de títulos internacionales. La huida en busca de calidad y de liquidez favoreció a los bonos emitidos por agencias y los vehículos de titularización estadounidenses (incluidos los bonos globales, que tienden a venderse a residentes estadounidenses). Sin embargo, la inminente introducción del euro provocó un aumento de la proporción de monedas de la zona del euro (del 19% al 24%) y de ecu/euros (del 1% al 6%). También aumentó notablemente la actividad en libras esterlinas, debido en parte a las favorables oportunidades que presentaban los swaps. En cambio, los factores técnicos y los factores relacionados con la liquidez dificultaron las operaciones en las monedas europeas más pequeñas en beneficio del marco alemán. El elevado costo de las emisiones de las entidades japonesas, la falta de oportunidades atractivas de swaps de divisas y el rápido desarrollo de las emisiones de sociedades nacionales, dificultaron las operaciones extra-territoriales en yenes. Por último, la repercusión de la crisis de los mercados emergentes en la emisión en monedas de alto rendimiento quedó contrarrestada en parte por la recuperación de algunos países asiáticos y la introducción de nuevas monedas.

Predominan las emisiones en dólares de EE.UU. ...

... a pesar del aumento de las operaciones relacionadas con el euro ...

... y disminuye el papel del yen

Mercados mundiales de derivados

Los cambios de las expectativas sobre los tipos de interés y los tipos de cambio, los nuevos máximos registrados en los mercados de acciones y el brusco cambio de sentido de las posiciones apalancadas durante el segundo semestre del año, estimularon la actividad en los mercados de derivados en 1998. El volumen de transacciones se disparó en el tercer trimestre al huir los

Aumentan las transacciones de derivados ...

Mercados de algunos instrumentos financieros derivados						
	Cantidades nominales a finales de año					
	1993	1994	1995	1996	1997	1998
	En miles de millones de dólares de EE.UU.					
Instrumentos negociados en bolsa	7.771,2	8.862,9	9.188,6	9.879,6	12.202,2	13.549,2
Futuros de tipos de interés	4.958,8	5.777,6	5.863,4	5.931,2	7.489,2	7.702,2
Opciones sobre tipos de interés	2.362,4	2.623,6	2.741,8	3.277,8	3.639,9	4.602,8
Futuros de divisas	34,7	40,1	38,3	50,3	51,9	38,1
Opciones sobre divisas	75,6	55,6	43,5	46,5	33,2	18,7
Futuros basados en índices bursátiles	110,0	127,7	172,4	195,9	211,5	321,0
Opciones sobre índices bursátiles	229,7	238,4	329,3	378,0	776,5	866,5
Instrumentos OTC ¹	8.474,6	11.303,2	17.712,6	25.453,1	29.035,0	50.997,0
Swaps de tipos de interés	6.177,3	8.815,6	12.810,7	19.170,9	22.291,3	..
Swaps de divisas ²	899,6	914,8	1.197,4	1.559,6	1.823,6	..
Opciones sobre tipos de interés ³	1.397,6	1.572,8	3.704,5	4.722,6	4.920,1	..

¹ Datos recogidos por la ISDA. ² Corregida la doble declaración de ambas divisas; incluidos los swaps cruzados de tipos de interés y divisas. ³ Máximos fijados, collares, mínimos fijados y *swaptions*.
Fuentes: Futures Industry Association; ISDA; varios mercados de futuros y opciones; cálculos del BPI.
Cuadro VII.5

... sobre todo durante el tercer trimestre ...

... debido a que los inversionistas invierten sus posiciones

Las operaciones relacionadas con tipos de interés dominan en las bolsas ...

inversionistas de los activos arriesgados y optar por los títulos del Estado de primera calidad y líquidos. La competencia entre las bolsas continuó siendo intensa, especialmente en Europa, donde la inminente llegada del euro y el inexorable avance de los mercados de valores automatizados pusieron en cuestión la supremacía de los mercados organizados. Por otra parte, las bolsas continuaron haciendo frente a la competencia de los mercados extrabursátiles (OTC), en rápida expansión, lo que las obligó a ofrecer una mayor diversidad de servicios para compensar la pérdida de actividades tradicionales. El enorme aumento experimentado por las posiciones en los OTC durante el segundo semestre del año mostró que la necesidad de invertir las posiciones tras la moratoria rusa contrarrestaba con creces el efecto amortiguador del aumento de la preocupación por el riesgo de liquidez y de contraparte. No obstante, la crisis y las consiguientes pérdidas pusieron de manifiesto las carencias de los sistemas de gestión del riesgo en los periodos de extraordinaria volatilidad y desaparición de la liquidez, lo que impulsó a los operadores a revisar sus modelos de riesgo y sus procedimientos de control interno.

Instrumentos negociados en bolsa

El volumen agregado de contratos financieros contabilizados por el BPI aumentó aún más en 1998 (un 9%, situándose en 388 billones de dólares). Los productos relacionados con tipos de interés, que continuaron siendo con gran diferencia los más negociados, aumentaron ininterrumpidamente (un 8%, alcanzando los 350 billones de dólares). La incertidumbre sobre el rumbo

de la política monetaria europea y norteamericana favoreció a los contratos relacionados con tipos de interés a corto plazo durante una gran parte del año, mientras que la huida hacia los títulos del Estado de primera calidad y líquidos aumentó la actividad a lo largo de la mayor parte de la curva de rendimientos durante el segundo semestre. Sin embargo, hacia finales de año disminuyó el volumen de operaciones debido a la reducción de los tipos oficiales, a la retirada de los inversionistas apalancados y a la reducción de las posiciones en previsión de la llegada de la UEM. Los contratos basados en índices bursátiles siguieron creciendo mucho más deprisa que los productos relacionados con tipos de interés (+16%, alcanzando los 34 billones de dólares), toda vez que se introdujeron nuevos índices y los brotes de presiones a la baja sobre el

... pero los índices bursátiles tienen un creciente interés ...

Instrumentos financieros derivados negociados en bolsas organizadas							
	Cantidad nominal						Cantidad nominal a finales de 1998
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
En billones de dólares de EE.UU.							
Futuros de tipos de interés	177,3	271,7	266,3	253,5	274,6	294,8	7,7
Sobre instrumentos a corto plazo	138,9	222,1	218,2	204,8	223,2	239,9	7,3
de los cuales:							
<i>Eurodólares a tres meses</i>	70,2	113,6	104,1	97,1	107,2	119,3	2,9
<i>Euroyenes a tres meses</i>	24,6	44,2	46,8	34,7	29,9	23,5	1,2
<i>Euromarcos a tres meses</i>	12,9	18,5	18,4	23,9	25,3	31,4	1,2
<i>PIBOR a tres meses</i>	10,4	12,0	15,9	13,7	12,3	4,4	0,1
Sobre instrumentos a largo plazo	38,5	49,6	48,2	48,7	51,4	54,9	0,4
de los cuales:							
<i>Bonos del Tesoro de EE.UU.</i>	8,0	10,1	8,7	8,5	10,1	11,3	0,1
<i>Bonos del Estado japonés</i>	14,2	13,8	16,2	12,3	10,6	9,0	0,1
<i>Bonos del Estado alemán</i>	5,1	8,9	9,3	12,3	14,5	19,5	0,1
<i>Bonos del Estado francés</i>	3,2	4,6	3,4	3,4	3,1	2,2	0,0
Opciones sobre tipos de interés ¹	32,8	46,7	43,3	41,0	48,6	55,5	4,6
Futuros de divisas	2,8	3,3	3,3	3,0	3,5	3,1	0,0
Opciones sobre divisas ¹	1,4	1,4	1,0	0,9	0,7	0,4	0,0
Futuros basados en índices bursátiles	7,1	9,4	10,6	12,9	16,4	20,8	0,3
Opciones sobre índices bursátiles ¹	6,3	8,0	9,2	10,1	13,0	13,2	0,9
Total	227,8	340,5	333,9	321,5	356,7	387,7	13,5
En Norteamérica	113,1	175,9	161,1	154,2	182,7	199,5	7,3
En Europa	61,4	83,9	87,5	100,1	114,9	134,6	4,4
En Asia ²	53,0	77,8	81,1	63,8	56,3	51,3	1,8
Otros	0,4	2,9	4,2	3,4	2,9	2,3	0,0

¹ Opciones de compra y opciones de venta. ² Incluidas Australia y Nueva Zelanda.

Fuentes: Futures Industry Association; varios mercados de futuros y opciones; cálculos del BPI.

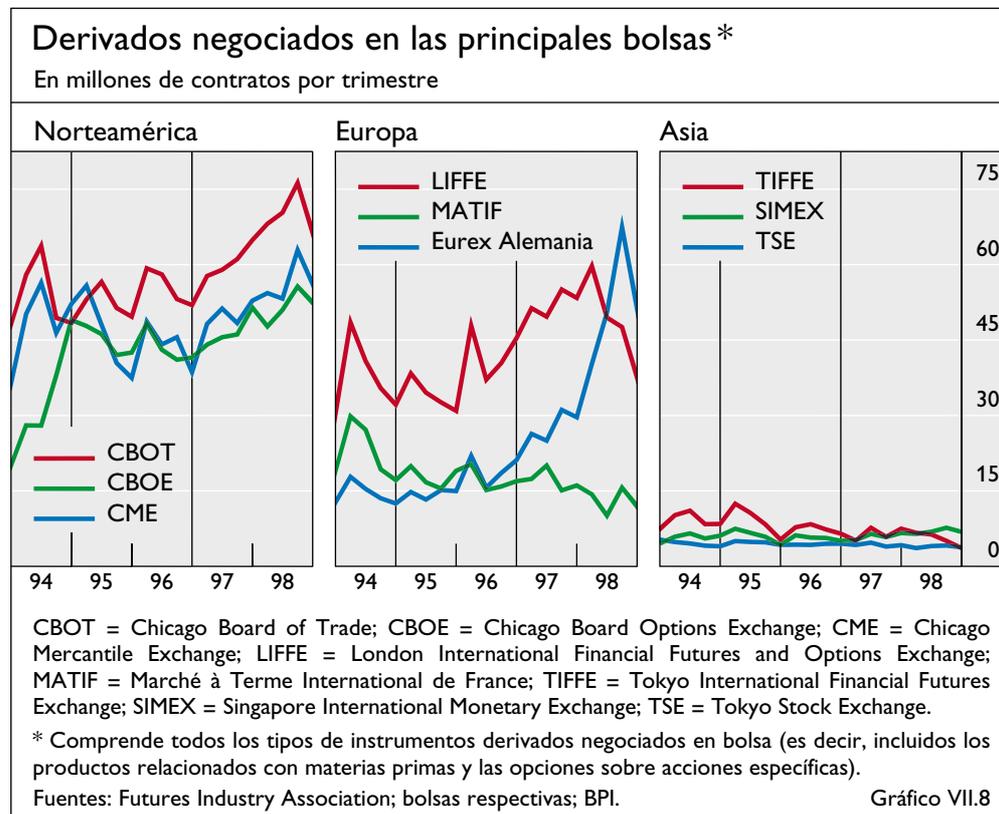
Cuadro VII.6

... mientras que la actividad relacionada con las divisas continúa estancada

mercado y de volatilidad impulsaron a los inversionistas a buscar protección. En cambio, las grandes fluctuaciones de los principales pares de monedas no se acompañaron de un aumento global de los contratos relacionados con divisas (-17%, situándose en 3,5 billones de dólares). Aparte del continuo predominio de las operaciones OTC en la gestión del riesgo cambiario, los observadores atribuyeron esta moderada actividad bursátil a la estabilidad de los tipos cruzados europeos y a la reticencia de los inversionistas a tomar posiciones en las monedas de los mercados emergentes.

Eurex sobrepasa a LIFFE ...

La CBOT continuó siendo la mayor bolsa del mundo (el número de contratos negociados aumentó un 16%, situándose en 281 millones), debido al enorme incremento del volumen de contratos del Tesoro de Estados Unidos y al crecimiento de los nuevos productos relacionados con índices bursátiles. La actividad también aumentó en CME y CBOE, las dos segundas mayores bolsas de Estados Unidos (el volumen de contratos aumentó un 13% y un 11%, respectivamente, situándose en 227 millones y 207 millones). En Europa, Eurex Alemania (antiguamente DTB) alcanzó un nuevo récord (+87%, situándose en 207 millones) y sobrepasó a LIFFE, que era la tercera bolsa con mayor actividad del mundo. Durante el segundo semestre del año, la huida en busca de calidad condujo a que los contratos de futuros *bund* ocuparan la tercera posición en la categoría de tipos de interés tras los contratos de bonos del Tesoro de Estados Unidos y de eurodólares. Sin embargo, la contracción que experimentaron los bonos del Estado de Alemania en el momento de la crisis llevó a temer que el mercado subyacente no fuera suficientemente grande en los periodos de dificultades. Al mismo tiempo, la actividad total disminuyó en LIFFE (un 7%, situándose en 194 millones), ya que el aumento



de los productos relacionados con tipos de interés a corto plazo y de algunos productos ligados a acciones quedó contrarrestado con creces por una contracción de los instrumentos basados en bonos del Estado. Particularmente, los contratos *bund* se abandonaron al emigrar la actividad al sistema electrónico más barato de Eurex. A pesar de los grandes avances tecnológicos, el volumen de operaciones cayó en MATIF (-31%, situándose en 52 millones de contratos), en un clima de reducción de las variaciones relativas de los tipos de interés de Europa continental.

... al emigrar a Francfort los contratos *bund*

La prevista consolidación de los instrumentos europeos relacionados con los tipos de interés impulsó la introducción de una multitud de contratos compatibles con el euro, lo que hizo temer que, en el afán de innovar, pudiera sufrir la liquidez. Otro hecho notable en Europa fue el considerable aumento del volumen de transacciones con productos ligados a acciones, que se beneficiaron de los intentos de introducir toda una variedad de nuevos índices bursátiles y contratos paneuropeos, así como la reducción del valor unitario de ciertas opciones. La actividad fue moderada, en general, en los países de la costa del Pacífico, sobre todo en Japón, donde, a pesar de que la “prima japonesa” brindó algunas oportunidades, el nivel excepcionalmente bajo de los tipos de interés (salvo durante un breve periodo a finales de año) redujo la demanda de cobertura. Otros mercados asiáticos se recuperaron provisionalmente, al negociarse más contratos relacionados con acciones. No obstante, la actividad de los mercados de Asia y de otras economías emergentes continúa representando, en valor, una proporción pequeña de la actividad de los países industriales.

Lanzamiento de contratos compatibles con el euro ...

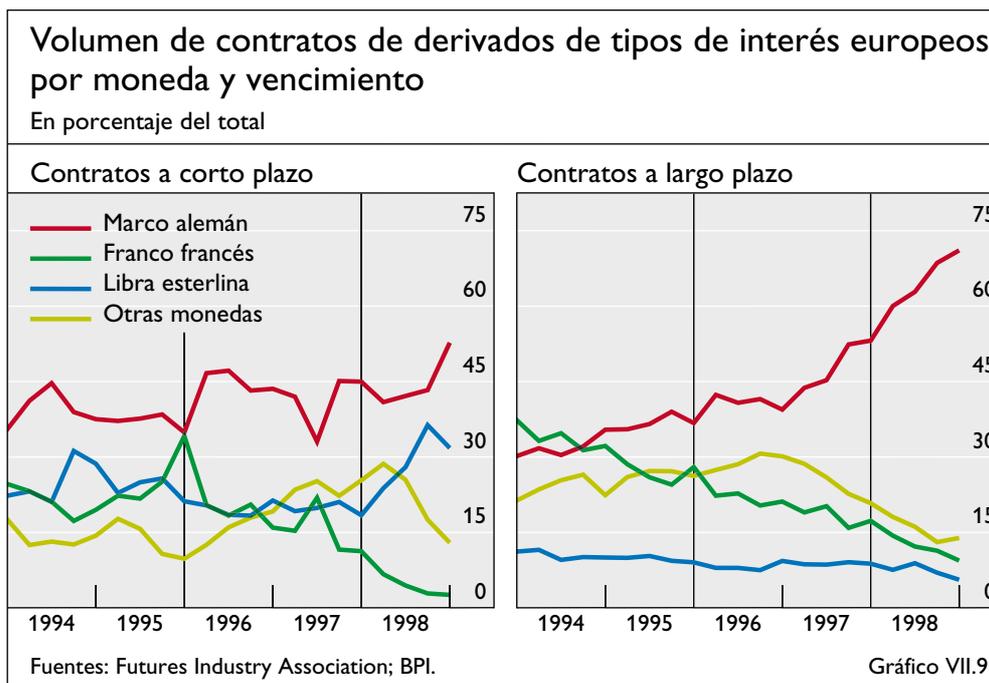
... y de productos relacionados con acciones paneuropeas ...

La batalla por la cuota de mercado experimentó un nuevo y espectacular giro en Europa cuando las bolsas que se habían basado principalmente en operaciones a viva voz, como LIFFE y MATIF, se rindieron a la inexorable expansión de la contratación bursátil por pantalla. El acuerdo entre la Deutsche Börse (DB) y la London Stock Exchange, firmado a principios de julio, aunque se refería principalmente a la negociación al contado de títulos, también aumentó las presiones en favor de la concentración y el establecimiento de nuevas alianzas regionales. Las bolsas de Estados Unidos, por su parte, iniciaron algunos proyectos conjuntos con agentes al por mayor y empresas informáticas especializadas, para introducir sistemas electrónicos que permitieran la negociación conjunta de títulos del Estado y de derivados relacionados con ellos. Con este rápido proceso de informatización, la batalla por la supremacía está trasladándose gradualmente del lanzamiento de nuevos contratos al terreno tecnológico, en beneficio de un pequeño número de centros eficientes desde el punto de vista de los costos. En este sentido, merece la pena señalar que los sistemas específicos de las grandes bolsas electrónicas ya están siendo puestos en cuestión por los sistemas de transacciones de “nueva generación”, que permiten la interconexión (en particular, a través de Internet) de diferentes instrumentos tanto negociados en bolsa como OTC. La creciente importancia de la contratación por pantalla, que abarca a diversos productos y segmentos del mercado, está planteando nuevos retos a los reguladores que desean garantizar la solidez y la transparencia de esos sistemas.

... impulsados por la competencia ...

... la concentración ...

... y las nuevas tecnologías



Instrumentos OTC

Los datos preliminares de la Asociación Internacional de Swaps y Derivados (International Swaps and Derivatives Association, ISDA) sobre los swaps y las opciones sobre tipos de interés relacionadas con swaps, muestran que la expansión se reanudó en 1998 tras una pausa en 1997. Aunque el aumento del número de operadores declarantes infló el incremento que experimentaron, según estos datos, las cantidades nominales de posiciones pendientes (76%), la tasa ajustada de crecimiento continuó siendo significativamente mayor que la de las bolsas (35% y 9%, respectivamente). En particular, la liquidación de posiciones apalancadas producida durante el segundo semestre del año provocó un aumento del volumen pendiente (puesto que, a diferencia de lo que ocurre en los mercados de futuros, las posiciones existentes no se extinguen con la firma de contratos opuestos). Sin embargo, la preocupación por el riesgo crediticio provocó una enorme reducción de las líneas de crédito a las contrapartes más débiles hacia finales de año, lo que frenó la expansión global del mercado.

La liquidación de posiciones impulsa las operaciones OTC ...

... encabezadas por los swaps de tipos de interés ...

La ISDA no publicó datos más desagregados, pero otras fuentes inducen a pensar que los *productos relacionados con los tipos de interés* fueron la principal fuerza motriz. Ante las enormes pérdidas, los operadores por cuenta propia y los fondos apalancados liquidaron sus posiciones, entre otras cosas por medio de swaps de activos y de títulos estructurados. Además, la excepcional evolución de los tipos japoneses a un día y de los rendimientos de los bonos hacia finales de año generó un cierto volumen de transacciones. Cuando los pasivos interbancarios de los bancos japoneses sufrieron nuevas presiones al alza, los bancos radicados en occidente comenzaron a ofrecer tipos negativos por los depósitos denominados en yenes, provocando un giro de los swaps de esta moneda y un cierto relanzamiento de las operaciones basadas en tipos de interés mínimos.

En el área de los *derivados de divisas*, la apreciación casi continua del dólar frente al yen hasta agosto alimentó la actividad en opciones conexas, contrarrestando en parte la disminución de las transacciones intraeuropeas y de las relativas a divisas de los países emergentes (véase el capítulo VI). Desde entonces, la liquidación general de posiciones en títulos denominados en dólares se acompañó de una liquidación paralela de posiciones cortas en yenes, lo que provocó una volatilidad sin precedentes de los principales tipos de cambio y una interrupción de las operaciones. Sin embargo, la actividad mejoró algo en los mercados asiáticos (salvo en Japón), ya que la apreciación de las monedas locales y la recuperación de las bolsas permitieron suavizar gradualmente la política monetaria y relanzar parcialmente los contratos a plazo.

... y las opciones sobre divisas

En el mercado de *derivados crediticios*, la crisis asiática ya había conducido a los agentes a centrar la atención en la cuestión del riesgo crediticio, pero, al propagarse por todo el mundo durante el segundo semestre del año pasado, el mercado sufrió influencias contrapuestas. Por un lado, la preocupación por el enorme volumen de créditos concedidos por los bancos a instituciones muy apalancadas y a las economías de mercado emergentes, despertó un interés general por los instrumentos que protegían contra el riesgo de contraparte. Por otro, el notable aumento de los márgenes crediticios exigidos a las entidades de las economías de mercado emergentes hizo que los intermediarios se mostraran precavidos a la hora de proporcionar cobertura a las entidades peor calificadas. Además, según algunas fuentes del mercado, la liquidez sufrió a consecuencia de las dudas sobre la documentación de los créditos, como lo atestiguan los conflictos legales entre las partes sobre la cobertura de los préstamos concedidos a Rusia. Los compradores de cobertura tuvieron dificultades para conseguir que les pagaran, debido a la existencia de discrepancias sobre la definición de un hecho crediticio, la fijación de los precios de los créditos de referencia y la liquidación de los contratos.

La atención prestada a la gestión del riesgo crediticio ...

... pone de relieve los problemas de los derivados crediticios

Vínculos entre los mercados y transparencia

La encuesta trienal de los bancos centrales sobre los mercados de derivados OTC, realizada a finales de junio de 1998, da una idea de la situación existente justo antes de la moratoria de la deuda rusa. Destacan cuatro aspectos de especial importancia, teniendo en cuenta los acontecimientos ocurridos posteriormente. En primer lugar, las cantidades nominales muestran que el grado de exposición a las fluctuaciones de los tipos de interés en los mercados de derivados OTC, que era cuatro veces mayor que en los mercados organizados, constituye la principal fuente de riesgo de mercado en el sector de los derivados. La exposición relacionada con los tipos de interés representa dos tercios de las cantidades nominales agregadas OTC pendientes declaradas a finales de junio de 1998 (72 billones de dólares) y el 90% de las cantidades nominales correspondientes a los mercados organizados (14 billones de dólares). Debe señalarse, sin embargo, que el desarrollo de sofisticadas estrategias de compraventa, la expansión concomitante de los vínculos entre los mercados y el arbitraje regulador pueden haber reducido la relevancia de los datos agregados sobre las distintas categorías de riesgo de mercado. Por

La encuesta mundial sobre derivados OTC muestra ...

... el predominio de los contratos relacionados con tipos de interés ...

ejemplo, los elevados costos de capital de los swaps de divisas han llevado a reproducirlos por medio de una combinación de swaps de tipos de interés y de divisas a corto plazo. Esto significa que la acumulación de riesgos cambiarios no se refleja correctamente en los datos sobre los swaps de divisas.

... en la transferencia del riesgo de mercado ...

En segundo lugar, las cantidades nominales de posiciones de tipos de interés y de posiciones relacionadas con divisas en los mercados de derivados OTC son comparables actualmente con las posiciones de liquidez en los mercados mundiales de crédito bancario y de títulos. Las cantidades nominales sirven, en general, de base para calcular los flujos de caja asociados a diferentes contratos. Como tales, permiten comparar aproximadamente la transferencia potencial de riesgo de mercado en los mercados al contado y de derivados, pero no constituyen una medida exacta de las ganancias y las pérdidas incurridas en una transferencia de tal tipo. Un indicador mejor es el valor bruto de mercado de los contratos OTC, que mide el costo de sustitución de todos los contratos pendientes si se hubieran liquidado en la fecha de declaración. Esos costos de sustitución eran de 2,6 billones de dólares a finales de junio de 1998 (o sea, un 3,6% de las cantidades nominales declaradas). Sin embargo, un defecto de los sistemas existentes de recogida de datos es la falta de información similar sobre los instrumentos al contado, lo cual significa que esos valores no pueden utilizarse para evaluar las posiciones largas y cortas de una cartera global (teniendo en cuenta las posibles compensaciones entre los distintos tipos de posiciones).

... pero la variedad de instrumentos y de estrategias ...

En tercer lugar, las instituciones financieras no declarantes han cobrado mucha importancia (representan un 41% de las cantidades nominales totales), debido al lugar preponderante que ocupan los inversionistas institucionales y apalancados. Incluso antes de la caída de LTCM, había ya abundantes indicios de que tales intermediarios habían acumulado grandes posiciones, con el fin de beneficiarse de la divergencia/convergencia de los rendimientos y de la volatilidad en una amplia variedad de instrumentos de renta fija. De hecho, al disminuir las oportunidades de arbitraje, el creciente uso de estas estrategias dio lugar a un grado de apalancamiento cada vez mayor para conseguir unos rendimientos aceptables. Una estrategia seguida por muchos fue la del *yen carry trade*, consistente en tomar posiciones cortas en el mercado de dinero del yen y posiciones largas en activos de mayor rendimiento en otras monedas. La liquidación de esas posiciones tras la moratoria rusa de agosto originó grandes reembolsos de pasivos en yenes y precipitó aparentemente la enorme apreciación del yen de septiembre y principios de octubre (véase el capítulo VI). Aunque estas estrategias eran generales, no podían ser recogidas directamente por las estadísticas existentes, debido a la diversidad de vías empleadas para conseguir el nivel deseado de exposición a los riesgos de mercado y/o de crédito. No obstante, el elevado crecimiento experimentado por los swaps de divisas, las opciones sobre yenes y los swaps de tipos de interés desde la encuesta de 1995, induce a pensar que estas operaciones relacionadas con el yen, que antes sólo se realizaban en el mercado al contado, incluyen actualmente una amplia variedad de instrumentos derivados.

... oculta el verdadero riesgo crediticio ...

Por último, una vez tenido en cuenta el efecto que producen los acuerdos de compensación en los valores de mercado positivos brutos de los contratos,

la exposición de las instituciones declarantes al riesgo crediticio inherente a sus operaciones con derivados OTC era de 1,2 billones de dólares a finales de junio de 1998. Aunque esta cifra era bastante menor que la correspondiente a la exposición recogida en los balances, retrospectivamente parece que subestima en grado considerable el riesgo crediticio potencial. El caso de LTCM puede ayudar a demostrarlo. LTCM, cuya estrategia consistía en explotar las diferencias de precios entre una amplia variedad de activos financieros (véase el capítulo V), era quizá el que más utilizaba en todo el mundo los swaps de

... como lo demuestra el caso de LTCM

Posiciones globales en los mercados de derivados OTC por tipo de instrumento de riesgo ¹						
	Posiciones a finales de marzo de 1995			Posiciones a finales de junio de 1998		
	Cantidades nominales	Valores brutos de mercado		Cantidades nominales	Valores brutos de mercado	
	Miles de millones de \$ EE.UU.	Miles de millones de \$ EE.UU.	En % de las cantidades nominales	Miles de millones de \$ EE.UU.	Miles de millones de \$ EE.UU.	En % de las cantidades nominales
Contratos relacionados con divisas	13.095	1.048	8,0	22.055	982	4,5
Contratos a plazo simples y swaps de divisas	8.699	622	7,2	14.658	584	4,0
Swaps de divisas	1.957	346	17,7	2.324	255	11,0
Opciones	2.379	71	3,0	5.040	141	2,8
Otros	61	10	16,4	33	2	6,4
Contratos relacionados con tipos de interés ²	26.645	647	2,4	48.124	1.354	2,8
Acuerdos sobre tipos de interés futuros	4.597	18	0,4	6.602	39	0,6
Swaps	18.283	562	3,1	32.942	1.186	3,6
Opciones	3.548	60	1,7	8.528	126	1,5
Otros	216	7	3,2	52	2	4,5
Contratos ligados a acciones	579	50	8,6	1.341	201	15,0
Contratos a plazo y swaps	52	7	13,5	180	22	12,0
Opciones	527	43	8,2	1.161	180	15,5
Contratos relacionados con materias primas	318	28	8,8	506	39	8,0
Oro	147	10	6,8	228	9	4,4
Otros	171	18	10,5	278	30	10,9
Contratos a plazo y swaps	120	13	10,8	165	..	..
Opciones	51	5	9,8	113	..	..
Derivados crediticios y otros contratos OTC	..	..	..	118	4	3,1
Lagunas estimadas en las declaraciones	6.893	432	6,3	..	..	..
Total general	47.530	2.205	4,6	72.143	2.580	3,6

¹ Ajustadas para tener en cuenta la doble contabilización entre agentes. Las series de 1995 y 1998 no son totalmente comparables, puesto que se diferencian por los meses de declaración, por la base de declaración (local en 1995 y mundial consolidada en 1998) y por el número de países declarantes (26 en 1995 y 43 en 1998). ² Contratos en una sola divisa.

Fuente: BPI. Cuadro VII.7

tipos de interés. En agosto de 1998, tenía una cantidad nominal de 750.000 millones de dólares (de un total de derivados superior a 1 billón de dólares) con unas cincuenta contrapartes de todo el mundo, sin que ninguna conociera la exposición total de LTCM. Estos swaps representaban más de un 5% del total declarado a los bancos centrales por los agentes en sus relaciones con “otras” instituciones financieras en la encuesta. Aunque las contrapartes estaban totalmente cubiertas contra el riesgo crediticio de cada momento, no habían tomado ninguna medida para protegerse de los aumentos del riesgo que podían provocar las variaciones de los valores de mercado. Éstas no comenzaron a buscar más garantías hasta que se conoció en septiembre la grave situación de LTCM. Los intentos de LTCM de conseguir fondos vendiendo sus títulos más líquidos se dejaron sentir en los mercados de todo el mundo, transmitiendo la onda expansiva de los títulos de poca calidad y poco líquidos a los instrumentos de referencia.

Así pues, aunque el detonante fue la moratoria rusa, la tormenta del pasado otoño se debió principalmente a la acumulación de posiciones excesivamente grandes y concentradas con clientes que resultaron ser más vulnerables a los riesgos de mercado, de crédito y de liquidez de lo que se suponía. La crisis también puso de manifiesto la poca información que suministran los inversionistas apalancados sobre su exposición a los riesgos de mercado, la naturaleza de sus estrategias de negociación y la validez de su método de gestión del riesgo. Aunque las garantías puedan haber dado a los agentes la sensación de estar protegidos contra el riesgo crediticio, el grado inesperadamente alto de interrelación de las posiciones y los intermediarios desestabilizó incluso los títulos de mayor calidad y más líquidos, demostrándose así que los principales mercados financieros están menos aislados que nunca de las crisis surgidas en la periferia del sistema. Desde entonces, las instituciones crediticias han comenzado a revisar los supuestos de sus modelos y a poner más énfasis en las simulaciones de crisis y en el análisis de los datos fundamentales.

Estos acontecimientos también han puesto de relieve que los modelos estadísticos existentes no pueden utilizarse fácilmente para evaluar de manera exhaustiva y coherente las posiciones mundiales, debido en parte a que la manera de medir el riesgo de mercado y el riesgo crediticio varía de unos segmentos a otros, pero también a causa de las complejas interdependencias de mercados aparentemente no relacionados entre sí, creadas, bien por la toma de posiciones opuestas, bien por la utilización de instrumentos como garantía. Actualmente, están realizándose esfuerzos para mejorar la transparencia, tanto en cada institución como a escala macroeconómica (véase el capítulo dedicado a las actividades del banco). En este sentido, se intentan reforzar las normas sobre la comunicación de información, así como desarrollar sistemas de declaración capaces de generar medidas útiles de la vulnerabilidad de los mercados. No deben subestimarse los retos conceptuales y prácticos. Mientras no se resuelvan estas cuestiones, habrá que continuar recurriendo a las fuentes actuales de datos y tener en cuenta sus lagunas en el proceso de toma de decisiones de los agentes.

La falta de
transparencia
a escala
microeconómica ...

... y macro-
económica ...

... subraya la
necesidad de
mejorar los
métodos de
identificación del
riesgo