

CARACTERISTICAS DEL NUEVO SISTEMA FINANCIERO DE ESTADOS UNIDOS

Thomas D. SIMPSON (*)

I. INTRODUCCION

Es sabido que durante el período transcurrido desde mediados de los setenta han aparecido algunos de los más profundos cambios financieros en la historia de Estados Unidos. La variedad de formas de inversión y de crédito ha aumentado a un ritmo trepidante, ayudado en parte por instrumentos derivados tales como el mercado de futuros, el de opciones y las permutas. El mercado de futuros y de opciones, así como otras innovaciones financieras, han ofrecido a los participantes en el mercado financiero unos medios con los que ajustar sus riesgos. Alrededor de muchos de estos desarrollos ha discurrido una economía que ha sido bombardeada por la inflación y grandes déficit fiscales y exteriores. Al mismo tiempo, el sistema financiero de Estados Unidos se ha ido integrando más con otros sistemas financieros y ha afrontado una desregulación en ciertas áreas. Estos factores han contribuido a una más intensa competencia en el mercado financiero.

En el cuadro núm. 1 se recoge una rápida visión del sistema financiero de Estados Unidos a finales de 1976 y de 1986 mostrando el endeudamiento de los sectores no financieros. Durante este período, la deuda agregada (punto 5) se triplicó, mientras el PNB, un índice muy tosco de la capacidad de servicio de esta deuda, aumentó en una proporción mucho menor. Como consecuencia, el *ratio* deuda/PNB, que había permanecido estable desde la segunda guerra mundial hasta los primeros años ochenta, ha aumentado notablemente en los últimos años. El endeudamiento público de Estados Unidos (punto 1) ha tenido el mismo comportamiento que la deuda global al pasar de 500 millones de dólares a algo más de 1,8 miles de millones. Los bancos comerciales (punto 1.a) absorbieron sólo una pequeña parte del crecimiento de la deuda pública, pues-

to que su participación cayó de un 20 por 100 a algo más de un 10 por 100, lo que implica una absorción masiva por otros compradores no bancarios, incluyendo a extranjeros. El aumento en la deuda de los gobiernos locales y de los Estados durante este período (punto 2) fue menos dramático y también fue acaparado principalmente por acreedores no bancarios.

Los sectores privados —economías domésticas y empresas no financieras— también han sido fuertes prestatarios, especialmente en los últimos años. Las empresas (punto 3) han preferido el endeudamiento mediante bonos o con la banca comercial, al tiempo que también es destacable el pronunciado aumento del papel comercial, un recurso no bancario a corto plazo utilizado por un número creciente de empresas. El crecimiento de la deuda de las economías domésticas (punto 4) también ha sido sustancial tanto en las categorías de hipotecas como en la de créditos de consumo. Gran parte de este crecimiento se debe a la proliferación de las tarjetas de crédito. El aumento en más de mil millones de dólares en las hipotecas (punto 4.b) ha aportado el material básico para una creciente masa de títulos hipotecarios. Además, una parte del crecimiento de la deuda hipotecaria ha reflejado la preferencia del público por endeudarse para adquirir propiedades inmobiliarias, una forma de crédito que ha demostrado ser muy popular últimamente, mientras otras clases de deuda de particulares están perdiendo su deducibilidad fiscal.

Este período de rápida expansión de la deuda también lo ha sido de expectativas no realizadas y de tiempos duros para quienes concentraron sus recursos en ciertas partes del sistema financiero, especialmente en la banca comercial. Esto ha sido evidente en el comportamiento de los beneficios de la banca y otras instituciones de crédito, donde incluso en ocasiones las grandes

CUADRO NUM. 1
DATOS ESTADISTICOS ESCOGIDOS SOBRE LA DEUDA EN ESTADOS UNIDOS
(Volúmenes pendientes en miles de millones de dólares)

	1976	1986
1. Gobierno federal	514,8	1.814,7
a) En manos de la banca comercial	105,7	203,5
b) Otros	409,1	1.611,2
2. Gobiernos de los estados y locales	245,5	575,0
a) En manos de la banca comercial	106,0	202,8
b) Otros	139,5	372,2
3. Empresas no financieras		
a) Deuda	586,7	1.705,3
Con la banca comercial	171,3	583,8
Pagarés de empresa	11,0	62,9
Bonos	277,2	657,3
Otros conceptos	127,2	401,3
b) Capital en acciones (valor de mercado)	797,4	2.396,1
4. Economías domésticas	851,7	2.635,6
a) Deuda de los consumidores	243,9	723,0
Con la banca comercial	118,0	319,6
Otros	125,9	403,4
b) Hipotecas	529,4	1.644,5
c) Otros conceptos	78,4	268,1
5. Total de deuda interior no financiera	2.510,2	7.678,9
a) Producto Nacional Bruto	1.843,7	4.288,1
b) Deuda como porcentaje del PNB	136,2	179,1

pérdidas han llegado a devorar sus fondos de seguridad o garantía. El sistema financiero ha respondido a estas experiencias mediante el desarrollo de nuevas formas de intercambio de riesgo. A través del examen del pasado económico, podremos obtener una mejor comprensión de las tendencias del sistema financiero de Estados Unidos. Esta revisión se abordará en el siguiente epígrafe, al que seguirá una discusión más detallada de las innovaciones aparecidas en el sistema financiero.

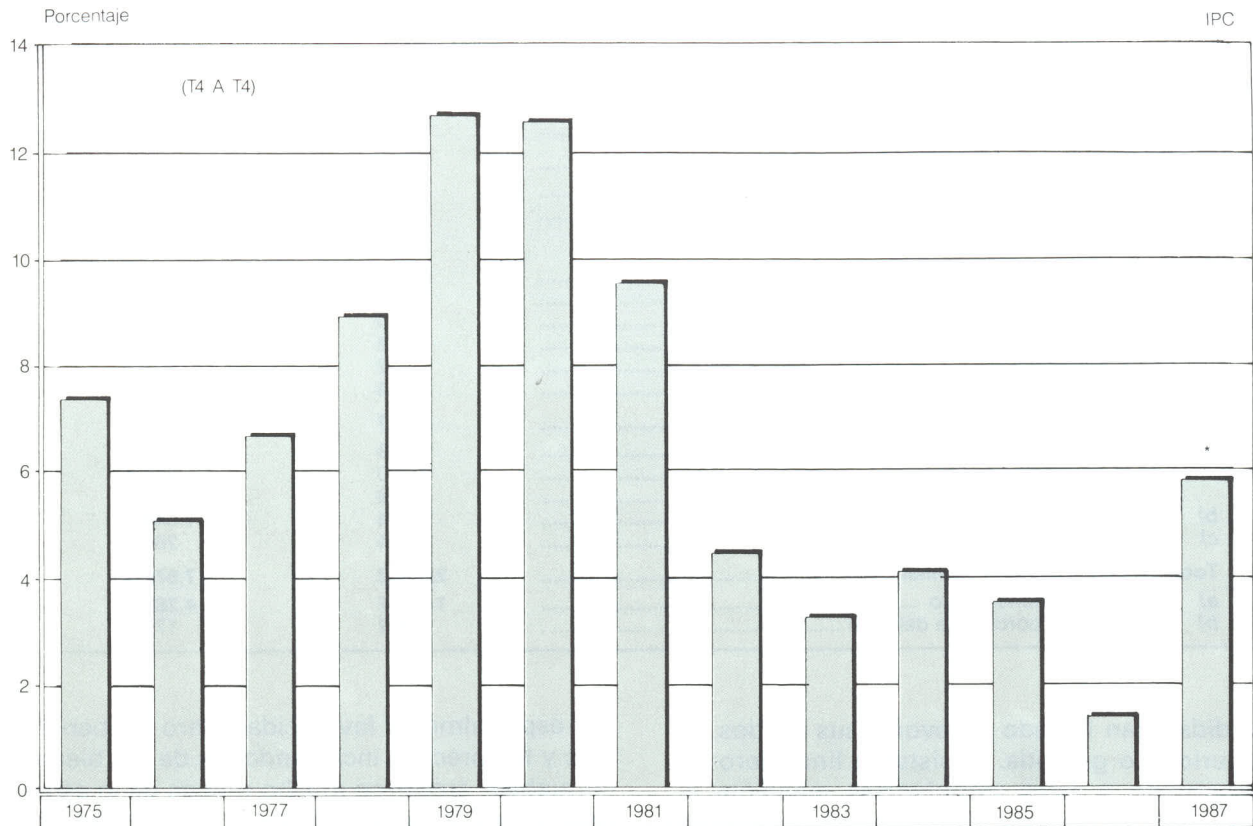
II. EL PASADO ECONOMICO

Una característica principal de la evolución económica durante la última década ha sido el proceso de inflación-deflación. Como se muestra en la parte superior del gráfico 1, la inflación, medida en términos del crecimiento del IPC, aumentó fuertemente en la última mitad de la década anterior, alcanzando una tasa del 13 por 100 en los años 1979-80, para caer bruscamente a continuación. Esta experiencia inflacionista modificó profundamente las expectativas del público sobre la inflación, lo que se tradujo en una creciente presión al alza sobre los tipos de interés y los salarios. Muchos se endeudaron pensando en devolver dólares muy devaluados y las inversiones en inmuebles, que se han comportado bien en las épocas de inflación, se vie-

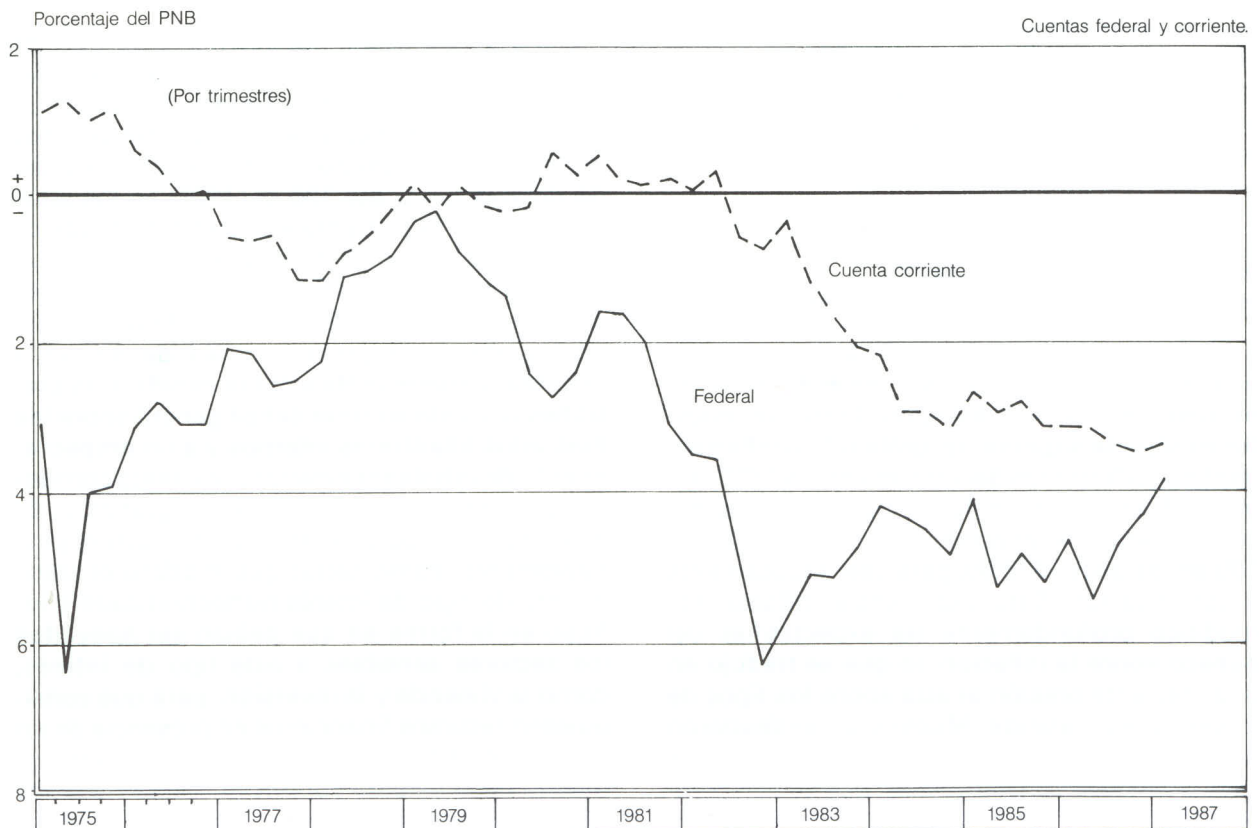
ron especialmente favorecidas. Pero los beneficios y los precios, incluyendo los de los bienes inmuebles, crecieron mucho menos de lo esperado en los años posteriores a 1981, lo que significó bastantes dificultades para muchos de los nuevos prestatarios.

Los grandes déficit fiscales han sido otro de los principales problemas que afectaron al sistema financiero de Estados Unidos. Estos déficit crecieron rápidamente en los primeros años ochenta, hasta alcanzar la cifra de 200 millones de dólares (un 5 por 100 del PNB) en los años 1985 y 1986. El porcentaje que el déficit público supone respecto al PNB viene recogido en la parte inferior del gráfico 1. Frecuentemente se ha argumentado que la fortaleza del dólar durante gran parte de la primera mitad de los años ochenta (véase el gráfico 2) fue debida a las presiones que este enorme déficit generó sobre los mercados financieros internos y a un empeoramiento de la balanza exterior por cuenta corriente, que también se recoge en el gráfico 2. El incesante recurso al ahorro exterior actuó, probablemente, como factor que moderó el crecimiento del tipo de interés norteamericano e influyó en la forma en que debían ser apoyados los sectores sensibles a este tipo de interés, como la vivienda y la inversión, para que consiguiesen recursos financieros en presencia de un fuerte déficit fiscal. Sin embargo, el empeoramiento de la balanza comercial norteamericana afectó negativamente a las industrias exporta-

GRAFICO 1



* Aumento de 1986: T4 a junio de 1987, anualizado.



doras y a las que tenían que competir con las importaciones, con lo que la menor rentabilidad en estas industrias vino a sumarse a los esfuerzos originados por el pago de la deuda.

El sector agrícola fue el que resultó más afectado. Los precios percibidos por los agricultores norteamericanos durante la primera mitad de los años ochenta sufrieron una disminución debido al alza del dólar y a las grandes cosechas de los productores extranjeros. Los bajos precios de las producciones contribuyeron al declive de la renta agrícola, tal y como se muestra en el gráfico 3, ajustado al nivel de precios. Un ingreso reducido, junto con unos tipos de interés elevados, crearon una situación difícil para los agricultores que se endeudaron en esta época. Un descenso simultáneo en el precio de la tierra agrícola vino a agravar la situación.

Los productores de energía también sufrieron los efectos adversos de la evolución en la situación exterior, especialmente desde mediados de la presente década. La caída de los precios del crudo (gráfico 4) supuso que muchos de los prestatarios norteamericanos pudieran pagar más cómodamente sus deudas, aunque los productores de energía experimentaron una pronunciada caída de sus ingresos y de su capacidad para afrontar sus deudas. Debido a la concentración geográfica de la industria energética, este proceso contribuyó a un debilitamiento general del suroeste de Estados Unidos, especialmente Texas.

Además, las amortizaciones de los préstamos bancarios a los países menos desarrollados han ido aplazándose debido a los débiles mercados de las exportaciones de estos países y, durante

GRAFICO 2
VALOR DE CAMBIO DEL DOLAR ESTADOUNIDENSE *



* Índice de la Reserva Federal del valor de cambio medio ponderado del dólar estadounidense frente a monedas de los restantes países del Grupo de los Diez más Suiza. Ponderaciones según el comercio mundial de cada uno de los diez países en 1972-76.

GRAFICO 3
RENTA AGRARIA BRUTA
(Anual)

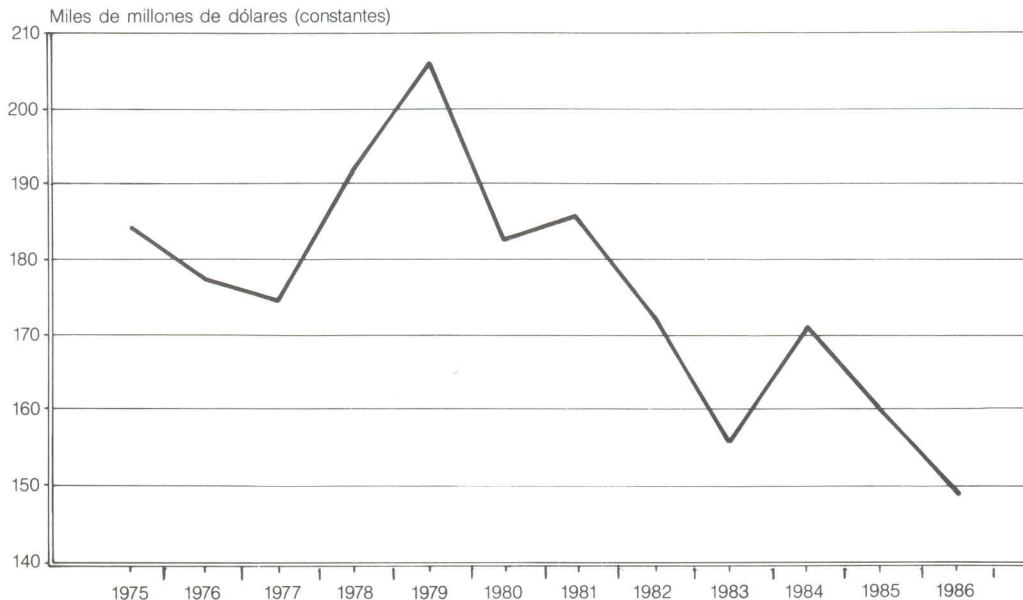
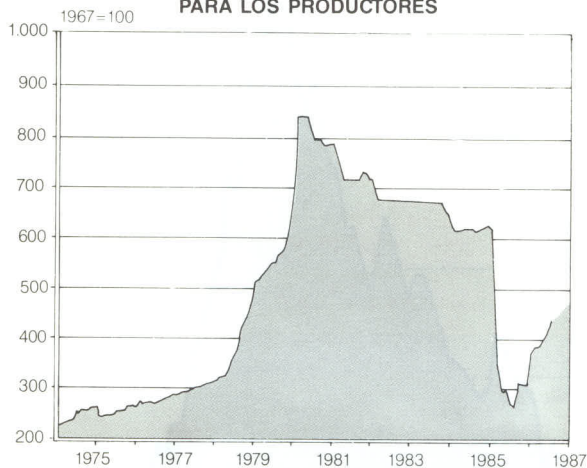


GRAFICO 4

INDICE DEL PRECIO DEL CRUDO
PARA LOS PRODUCTORES



gran parte de este período, a los altos tipos de interés de estos préstamos. El pago de intereses de muchos de estos préstamos ha sido irregular, incitando a un creciente reconocimiento de que es improbable que generen beneficios en línea con las expectativas originales. Más recientemente, los bancos de Estados Unidos y de otras partes del mundo han dotado amplias provisiones para el impago de dichos préstamos.

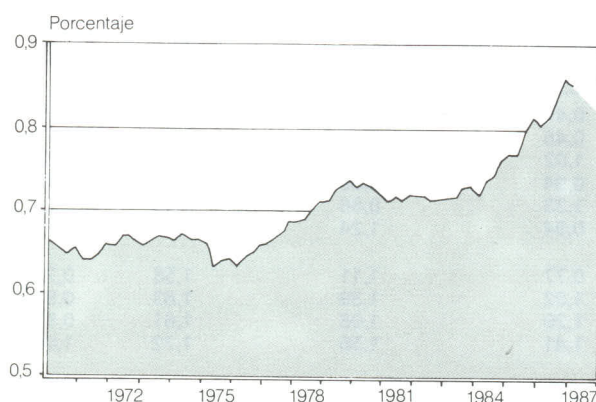
Mientras tanto, el crecimiento de la deuda en los sectores de particulares y de empresas ha sobrepasado al de la renta en los últimos años,

tal y como se refleja en el gráfico 5. El grado de esfuerzo al que el crecimiento del endeudamiento de los particulares ha sometido a este sector es, en cierto modo, indeterminado, ya que, en el agregado, ha ido acompañado por una masiva emisión de activos financieros. Aquellos particulares que se han endeudado y a la vez han adquirido grandes cantidades de activos se han protegido para el día en que el pago de su deuda pudiera llegar a ser excesivo. El fuerte crecimiento de la deuda en el sector empresarial se ha asociado con una ola de fusiones, adquisiciones y reestructuraciones empresariales en la que el capital ha sido suplantado mediante el recurso a la deuda. El segmento del sector empresarial que ha aumentado su dependencia financiera ha aumentado también su vulnerabilidad ante una caída en los beneficios. Muchos analistas han visto tales niveles de endeudamiento como una imposición adicional de disciplina para la gestión de dichas empresas en aras de una mayor rentabilidad de los activos y, por tanto, de aumentar el *cash-flow* disponible para el servicio de la deuda.

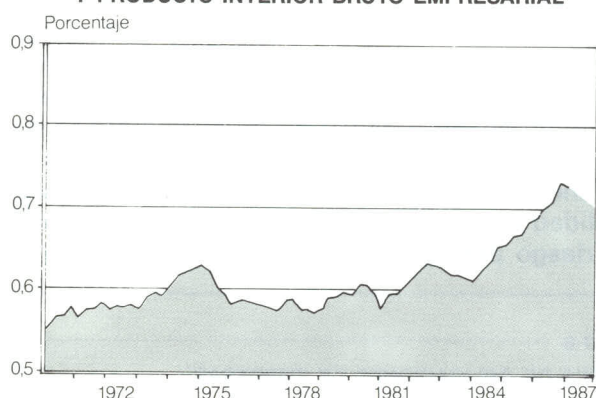
Como reflejo de las distintas dificultades, las tasas de impagados sobre los préstamos bancarios han ido aumentando a lo largo de los últimos años, tal y como se muestra en el cuadro núm. 2. En particular, los impagos de préstamos a agricultores se han estado moviendo en niveles de un 10 por 100 o incluso más, mientras que los impagos de préstamos a empresas (co-

GRAFICO 5

**RATIO ENTRE DEUDA DE LAS ECONOMIAS DOMESTICAS
Y RENTA PERSONAL DISPONIBLE**



**RATIO ENTRE DEUDA DE LAS EMPRESAS
Y PRODUCTO INTERIOR BRUTO EMPRESARIAL**



merciales o industriales) también han sido altos y similares a los de las hipotecas. El impago en préstamos al consumo, siendo mucho menor, ha tendido a crecer en los últimos años. El coste por préstamo que se deriva de los impagos ha aumentado de diferente forma en los últimos años (véase cuadro núm. 3) con un mayor crecimiento en todas las categorías principales.

Otro indicador de la calidad del crédito en el sector empresarial viene recogido por las alzas y bajas en las cotizaciones de los títulos-obligaciones de la deuda empresarial, mostradas en el gráfico 6. Desde 1980 el número de bajas ha sido muy alto en relación con el de las alzas. En realidad, el período de expansión económica desde la recesión de 1981-82 ha sido de bajas inusualmente grandes, especialmente porque los movimientos a la baja normalmente disminuyen a medida que se consolida la expansión. En parte, las bajas en los últimos años han reflejado el fuerte aumento del endeudamiento empresarial debido a la ola sin precedentes de fusiones empresariales o reestructuraciones, que han supuesto masivas sustituciones de capital por deuda.

El período desde mediados de los años setenta ha sido uno de los de mayor riesgo en el tipo de interés y en el crédito. Los tipos de interés se muestran en el gráfico 7. Los tipos de interés y la volatilidad crecieron mucho al final de los años setenta, algo muy relacionado con el cam-

CUADRO NUM. 2

**TASAS DE MOROSIDAD POR TIPO DE PRESTAMO,
EN GRANDES BANCOS COMERCIALES ASEGURADOS (1)**
(Porcentaje a la tasa anual de volumen medio pendiente por cada tipo de préstamo)

	1983 (2)	1984 (2)	1985 (2)	1986				1987 (3)	
				01	02	03	04	01	02 (5)
Préstamos inmobiliarios	6,61	5,79	5,25	5,46	5,30	5,02	5,19	5,44	5,08
Préstamos comerciales e industriales	7,39	6,18	5,59	5,55	5,72	5,79	5,52	6,45	6,33
Préstamos al consumidor	2,65	2,59	3,01	3,38	3,20	3,17	3,33	3,44	3,29
Préstamos agrícolas	10,85	11,14	9,39	12,60	12,52	10,58	10,36	13,87	12,68
Otros préstamos en oficinas interiores (4)	3,78	2,64	2,47	2,22	2,10	2,04	2,03	7,13	6,74
Préstamos en oficinas exteriores	4,95	5,76	5,50	4,62	4,55	4,39	4,52	s.d.	s.d.
Total	5,74	5,11	4,73	4,59	4,55	4,44	4,46	5,82	5,57
<i>Pro memoria:</i>									
Total de todos los bancos	5,54	5,01	4,78	4,84	4,79	4,62	4,61	5,72	5,45

(1) Estos datos se refieren a bancos con activo igual o superior a 300 millones de dólares, salvo la última fila, que está calculada para todos los bancos comerciales estadounidenses asegurados y *chartered*. Se consideran morosos los préstamos que no devengan pagos, así como los préstamos con demora de 30 días o más que aún devengan.

(2) La cifras correspondientes a 1983, 1984 y 1985 son promedios de datos trimestrales.

(3) Ruptura de la serie: a partir de marzo de 1987, los bancos comunican los préstamos morosos en oficinas interiores y exteriores en forma consolidada. Así, los préstamos que antes se consignaban como de oficinas exteriores se incluyen ahora dentro de cada tipo. Además, a diferencia de los datos anteriores, que son promedios a final de trimestre, los datos relativos al primer trimestre de 1987 son los de final de trimestre.

(4) A partir de 1987 se incluyen aquí otros préstamos extendidos en oficinas exteriores.

(5) Los datos correspondientes al segundo trimestre de 1987 son provisionales.

s.d. No se dispone de datos.

CUADRO NUM. 3
RECUPERACIONES NETAS DE IMPAGADOS DE LOS GRANDES BANCOS COMERCIALES
POR TIPO DE PRESTAMO (1)

(Porcentajes, a tasas anuales, del volumen medio pendiente de cada tipo de préstamo)

A ñ o s	Préstamos inmobiliarios	Préstamos a entidades financieras	Préstamos comerciales e industriales			Préstamos al consumidor	Total
			Todos	En Estados Unidos (2)	Fuera de Estados Unidos (2)		
1980	0,05	0,09	0,36	0,41	0,19	1,14	0,37
1981	0,06	-0,03	0,39	0,46	0,23	0,97	0,33
1982	0,12	0,05	0,68	1,02	0,30	0,88	0,49
1983	0,15	0,12	1,03	0,94	0,85	0,80	0,66
1984	0,25	0,02	1,17	1,33	0,86	0,83	0,75
1985	0,22	0,15	1,02	0,94	1,24	1,25	0,75
1986							
T1	0,20	0,30	0,85	0,77	1,11	1,58	0,72
T2	0,36	0,50	1,11	1,02	1,39	1,63	0,91
T3	0,41	0,48	1,17	1,20	1,08	1,61	0,93
T4	0,54	0,23	1,45	1,41	1,55	1,72	1,06
1987							
T1	0,38	0,15	0,74	0,72	0,82	1,65	0,75

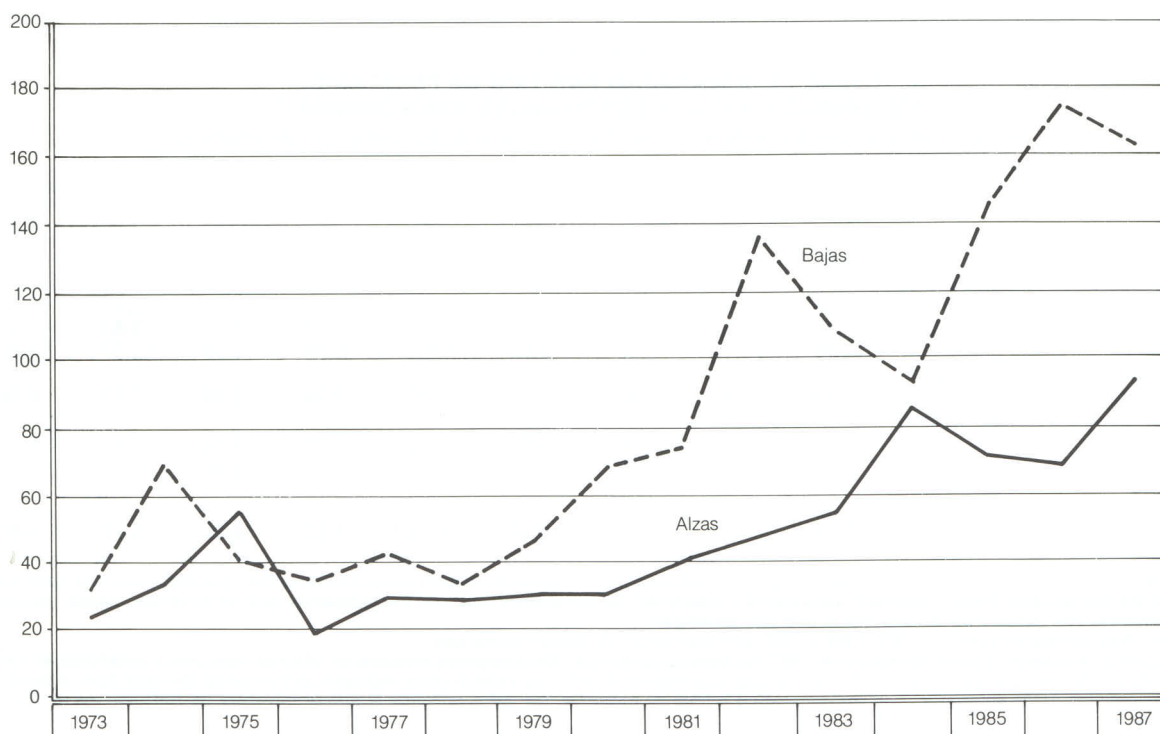
(1) Bancos con activo igual o superior a 300 millones de dólares. Datos consolidados (oficinas interiores y exteriores).

(2) Disponibles sólo para bancos con oficinas o empresas *Edge o Agreement*.

bio de la Reserva Federal a un sistema de tipos de cambio basados en las reservas a partir de octubre de 1979. El objetivo de esta forma de operar era obtener un mayor control sobre el *stock* de dinero a efectos de reducir las presiones inflacionistas. Una consecuencia de este cambio fue una mayor variabilidad en los tipos de interés a corto plazo. Como puede verse en

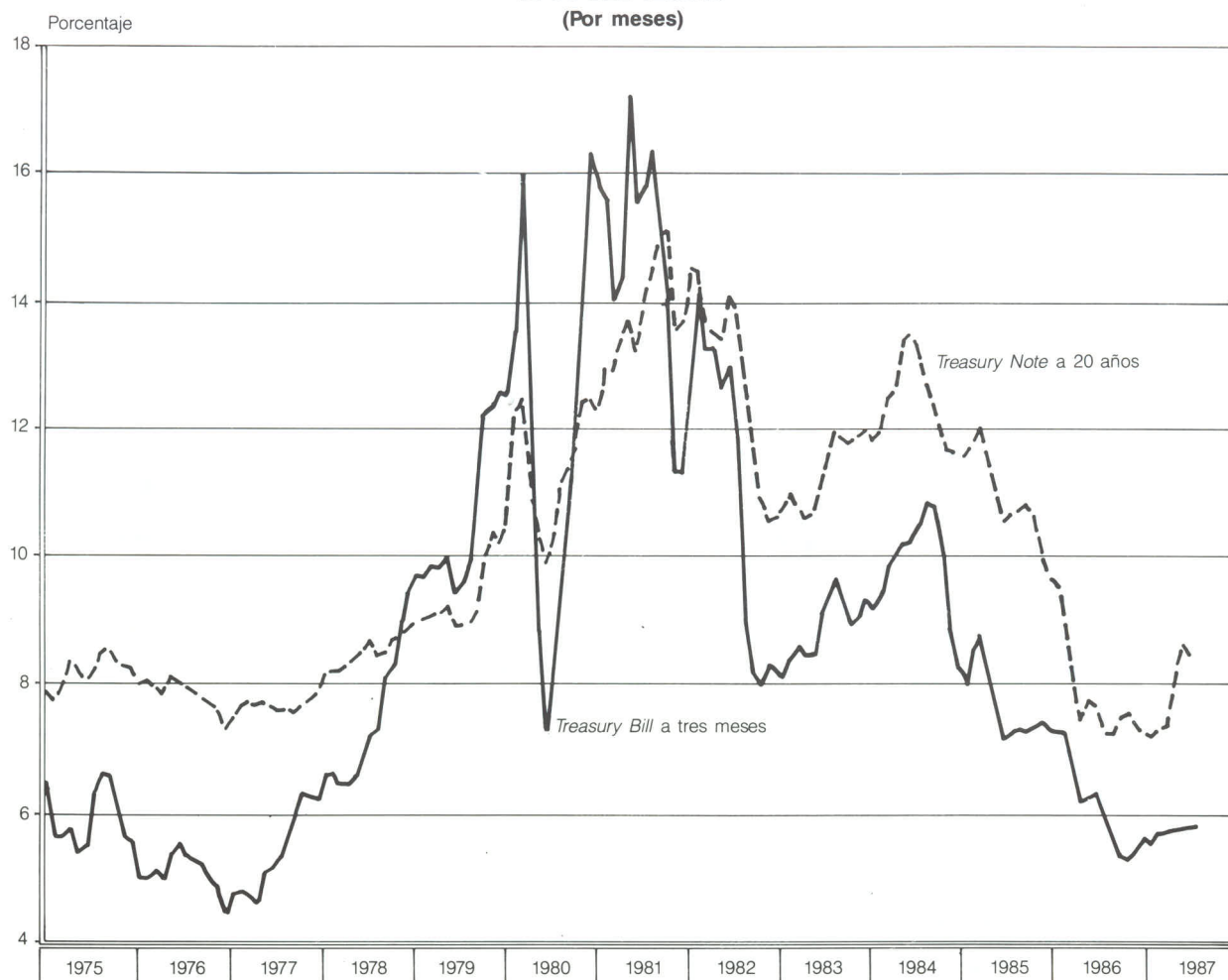
el cuadro núm. 4, tanto los tipos de interés a largo como a corto plazo fueron mucho más volátiles a finales de 1979 y durante los primeros años ochenta. Desde 1982 la volatilidad ha disminuido, pero permanece más alta que la de los años setenta. Estos hechos elevaron la sensibilidad de los agentes del mercado financiero al riesgo por tipo de interés, conduciendo a mu-

GRAFICO 6
VARIACIONES DE LA CLASIFICACION MOODY'S DE OBLIGACIONES DE EMPRESAS¹



¹ Los últimos datos señalados para 1987 se basan en informaciones de 1987-T2.

GRAFICO 7
TIPOS DEL TESORO
(Por meses)



CUADRO NUM. 4
VOLATILIDAD DE LOS TIPOS DE INTERES
(Desviación estándar de variaciones diarias,
en centésimas de punto)

	«Treasury bills» a tres meses	Certificados de depósito a tres meses	«Treasury bonds» a treinta años
1975-79 (1)	5,6	5,3	2,7
1979-82 (2)	28,7	32,0	14,3
1982-86 (3)	7,9	8,7	8,1

(1) De septiembre de 1975 a agosto de 1979 para los *bills* y certificados de depósito a tres meses. Para los *bonds* a treinta años el período considerado es de septiembre de 1979 a agosto de 1982.

(2) De octubre de 1979 a septiembre de 1982.

(3) De octubre de 1982 a septiembre de 1986.

chas adaptaciones en su comportamiento y a la aparición de nuevos productos financieros, incluyendo los futuros financieros y las opciones. En particular, aquellas instituciones de depósito que tradicionalmente captaban fondos a corto plazo y los convertían en activos a largo, como las cajas de ahorros, idearon varias formas de

controlar y limitar su riesgo. Algunas lo hicieron mediante cambios en la gestión de su cartera, incluyendo el uso de tipos de interés a futuros y otros instrumentos de protección.

Otros desarrollos importantes han ocurrido desde mediados de los años setenta. La desregulación de los tipos pasivos comenzó a mediados de 1978, cuando un nuevo instrumento de depósito al por menor, el certificado de mercado monetario a seis meses (CMM), se introdujo con un tipo ligado al de las operaciones en el mercado abierto (pagarés). A primeros de 1980 se publicó la Ley de Control Monetario y de Desregulación de las Instituciones de Depósito, que establecía la desaparición de todos los límites a los tipos de interés a un ritmo ordenado hasta abril de 1986. En la práctica, los topes de tipos de interés desaparecieron al instante; en la actualidad, sólo están sujetas a restricción las cuentas corrientes, ya que existe una prohibición legal de pago de intereses en dichas cuentas.

Los problemas de la calidad de los activos de los bancos de Estados Unidos, junto con las bruscas variaciones en el tipo de interés, han supuesto un obstáculo sobre los beneficios de la banca, especialmente para algunas instituciones. Como puede verse en el gráfico 8, los beneficios en términos de los activos han disminuido durante los años ochenta, siendo más pronunciada la erosión en las instituciones con menor rentabilidad (el 5 por 100 inferior). Dentro del sector de empresas financieras no bancarias (gráfico 9), los beneficios cayeron en los primeros años ochenta debido al movimiento contrario de los márgenes de interés con un aumento de los tipos de interés. Por consiguiente, la mitad superior de estas empresas se han recuperado, mientras que las que obtenían menos beneficios han caído dramáticamente. Es este segmento inferior de la industria el que ha creado las dificultades extraordinarias para el fondo de garantía de depósitos de Estados Unidos, que recientemente ha pedido una acción legislativa que le reporte mayores recursos financieros para enfrentarse con las instituciones insolventes.

Los problemas de rentabilidad experimentados por la banca y otras entidades de ahorro de Estados Unidos se añadió a sus costes de obtener fondos en los mercados al por mayor. Además, la política de regulación ha cambiado hacia unos mayores requerimientos de capital para los bancos y cajas. Puesto que los requerimientos de capital han llegado a ser más apremiantes, los bancos e instituciones de ahorro han buscado nuevas formas de gestión sin adquirir activos sujetos a dichas obligaciones. De esta forma han surgido las actividades «fuera de balance» y las ventas de préstamos.

Las anteriores observaciones deben sumarse al hecho de que los prestamistas y los prestatarios del mercado financiero se han convertido en más sofisticados. Debido a la revolución de la informática y las telecomunicaciones, los inversores son ahora mucho más conscientes de las alternativas y sensibles a los diferenciales de rentabilidad y riesgo mientras los prestatarios han aumentado su capacidad de elección sobre distintas alternativas de endeudamiento.

Estrechamente relacionado con lo anterior, se ha dado un creciente nivel de competencia en el mercado financiero. En el sector bancario, los bancos extranjeros han aumentado su presencia en los mercados crediticios mediante el establecimiento de numerosas oficinas, principalmente en los grandes centros financieros, acaparando mayor cantidad de clientes norteamericanos, aumentando los servicios de crédito y mejoran-

GRAFICO 8

**DISPERSION DE LOS BENEFICIOS BANCARIOS
(Por años)**

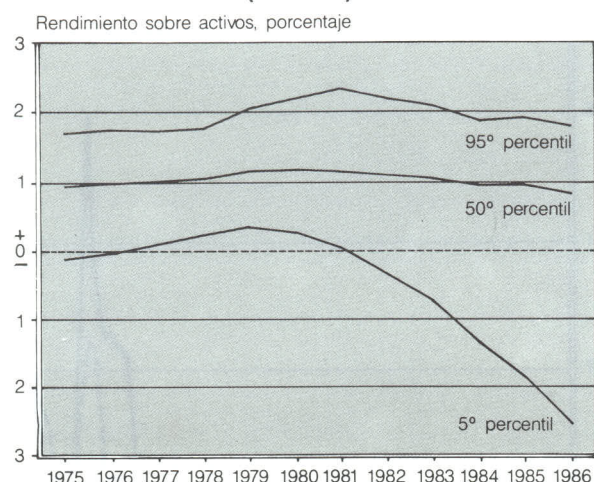
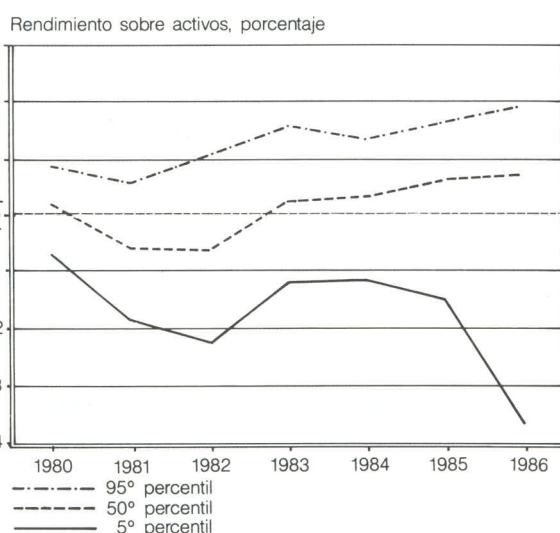


GRAFICO 9

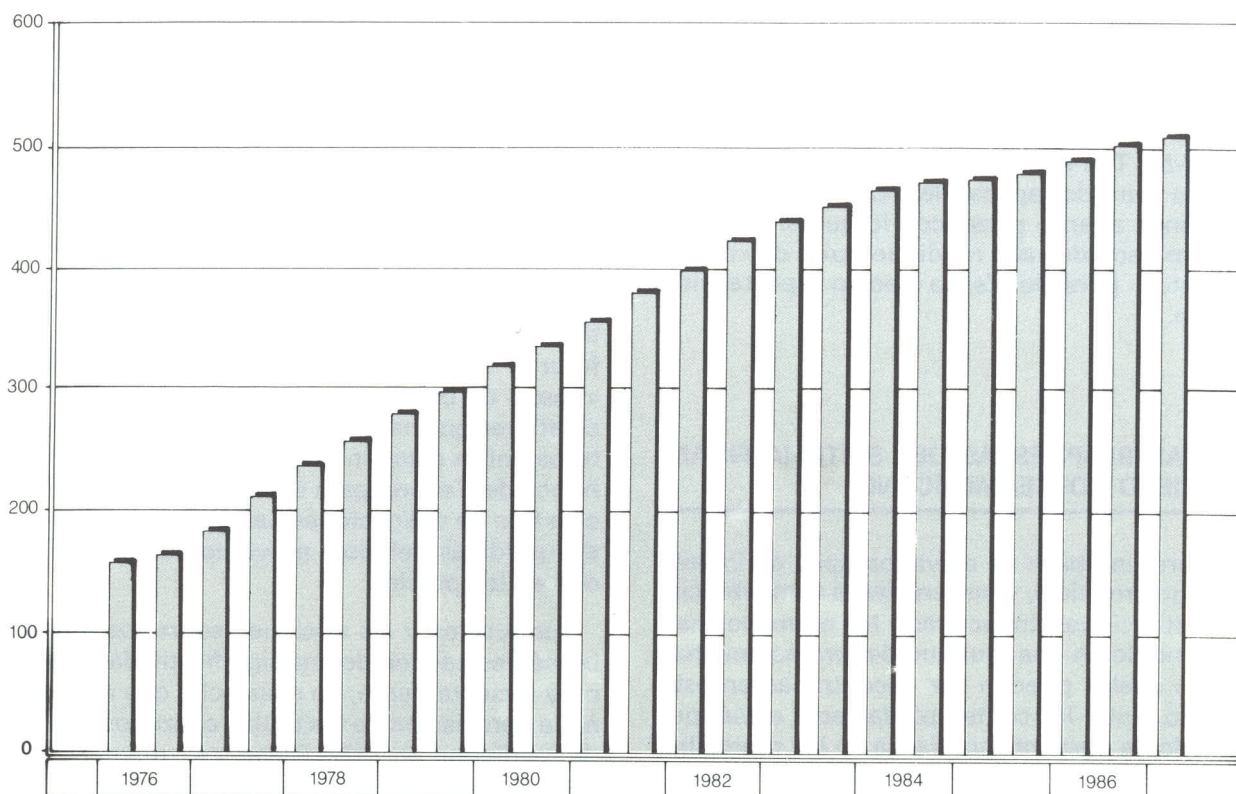
DISPERSION DE LOS BENEFICIOS DEL AHORRO



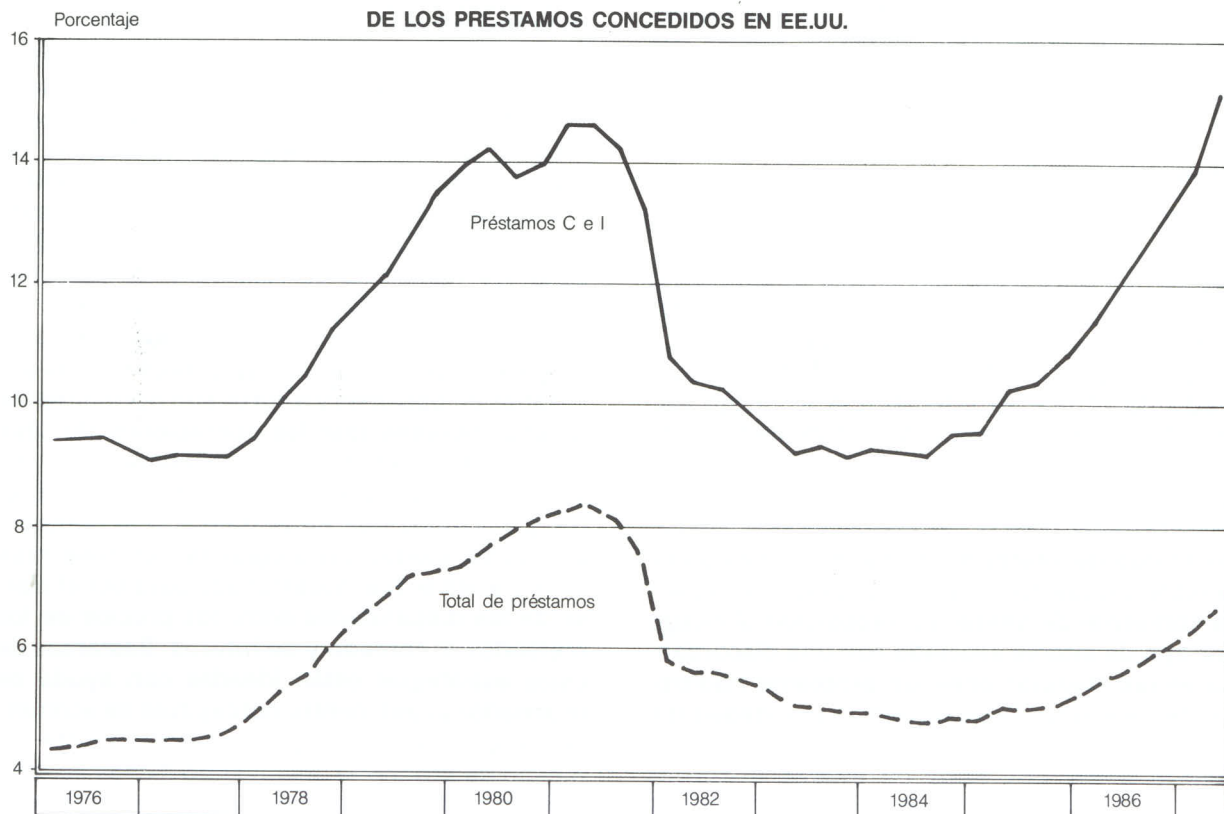
do las condiciones de los mismos. El número de filiales y agencias de bancos extranjeros se ha más que triplicado durante la pasada década (véase gráfico 10). Su participación en el negocio y en los préstamos totales registrados en Estados Unidos, recogida en la parte inferior, aumentó rápidamente en los últimos años setenta. La caída que siguió refleja no un descenso en su participación en el mercado, sino más bien la autorización de los créditos bancarios internacionales (IBF) a finales de 1981, lo que supuso un desplazamiento de los préstamos de estas entidades hacia los IBF. El siguiente aumento en el mercado de préstamos ha sido bastante pronunciado.

GRAFICO 10

AGENCIAS Y SUCURSALES DE BANCOS EXTRANJEROS
NUMERO DE AGENCIAS Y SUCURSALES



PRESTAMOS DE AGENCIAS Y SUCURSALES COMO PORCENTAJE
DE LOS PRESTAMOS CONCEDIDOS EN EE.UU.



Adicionalmente, el acceso de empresas al mercado abierto ha mejorado durante este período, más visiblemente en el mercado de papel comercial, que se ha expandido considerablemente desde sus 10.000 millones de dólares a mediados de los años setenta. Muchos prestatarios han accedido a este mercado a través de líneas de crédito bancario garantizando sus emisiones de papel o mediante letras de crédito *stand-by*. También un número creciente de empresas han sido capaces de acogerse al mercado de bonos a largo plazo, con lo que el mercado denominado de «alto rendimiento» o de «bonos calientes» (*junk bonds*) ha crecido espectacularmente.

III. LAS RESPUESTAS DEL SISTEMA FINANCIERO NORTEAMERICANO

Sobre una base de elevados tipos de interés y riesgo crediticio, y una creciente competencia, las instituciones financieras y los mercados han respondido en una multitud de formas, muchas de las cuales pueden ser encontradas en este trabajo. Entre las contempladas aquí están, por un lado, la creciente confianza en los mercados de futuros como una forma de transferir riesgos, generalmente más ajustados que los tipos de préstamos y depósitos a los cambios en los tipos del mercado abierto, y por otro, las actividades «fuera de balance» y las ventas de activos por los depositarios, así como el aseguramiento del crédito.

Futuros financieros

Desde su introducción a mediados de los años setenta, las actividades a futuros y sobre opciones se han prodigado. Las clases de contratos, así como su número, han aumentado fuertemente. El tipo de interés a futuros fue introducido en 1976 y ha sido el principal instrumento mediante el que se intercambia el riesgo por tipo de interés. Un medio ambiente de tipos de interés más volátiles en los últimos años setenta y primeros ochenta fue el principal factor contribuyente para la expansión de este mercado. El tipo de interés a futuros es un medio disponible por las instituciones de ahorro y la banca comercial de limitar su exposición al riesgo por tipo de interés asociado con una discordancia en las maduraciones, un problema tradicional de las instituciones de ahorro que dependen de los depósitos a corto plazo para financiar activos a largo. Los tipos de interés a futuros también se han utilizado por intermediarios fi-

nancieros para limitar sus riesgos mientras organizan y distribuyen sus actividades. Quizá los mayores usuarios de los tipos de interés a futuros han sido los *dealers* en obligaciones, con una gran presencia en el mercado.

Aunque es grande el número de tipos de interés a futuros, los formados sobre los pagarés del Tesoro sobre los certificados de depósito en eurodólares y sobre los bonos del Tesoro han llegado a ser los predominantes. A causa de que la correlación entre los precios en estos mercados y los de otro tipo de obligaciones no es perfecta, los agentes que emplean los contratos de futuros para cubrir sus posiciones en otros títulos que los de referencia en el mercado de futuros asumen cierto riesgo, denominado «riesgo de base». En ocasiones, algunos especuladores que habían empleado contratos en futuros sobre estos instrumentos, especialmente bonos del Tesoro, para cubrir sus posiciones en otro tipo de obligaciones han incurrido en grandes pérdidas debido a movimientos diferenciados en los precios.

Los futuros y las opciones sobre los índices bursátiles han tenido una significatividad mayor muy recientemente, un desarrollo que acompañó la apreciación de los títulos cotizados a partir de mediados de 1982. Estos instrumentos permitieron a los participantes en el mercado intercambiar los riesgos asociados con la evolución general de los precios del mercado. Para muchos inversores, la disponibilidad de futuros y de opciones ha supuesto un medio de asegurarse la rentabilidad de su cartera de obligaciones, una práctica denominada comúnmente como «seguro de cartera». Para hacer tal seguro, un inversor vende un contrato a futuros o adquiere una opción de venta sobre un índice bursátil ligado a las obligaciones que posee. Otros han visto los mercados de futuros y de opciones como medio de bajo coste para participar en auges o declives generalizados en los mercados. Los costes de transacción asociados con las posiciones en opciones y futuros son normalmente mucho menores que las operaciones de caja. Como consecuencia, los movimientos en los precios suceden antes en los mercados de futuros y opciones que en el mercado al contado. De hecho, ciertas estrategias de arbitraje muy sofisticadas se han desarrollado para beneficiarse de las disparidades entre los precios de los mercados al contado y de futuros. Bastantes de estas estrategias están ideadas con ayuda de ordenador y caen dentro del capítulo de «comercio de programa». Algunos creen que este comercio de programa, incluyendo dichas estrategias de arbitraje, ha contribuido a la volatilidad

del mercado bursátil en los últimos años, aunque la evidencia en esta materia no ofrece mucho soporte para este punto de vista.

En general, la creciente disponibilidad de futuros y opciones financieros ha permitido que el riesgo del mercado y el del tipo de interés cambien hacia aquellos agentes económicos mejor situados y más proclives a absorberlos. Como se dijo anteriormente, la disponibilidad de futuros y opciones probablemente también ha animado las suscripciones y el comercio, mejorando la liquidez y dando a los prestatarios mayor acceso a los mercados. Por otra parte, estos mercados permiten a los mal equipados comprometerse en más especulaciones, lo que ha tenido consecuencias para otros participantes en el mercado, así como para la solidez de aquellos mercados.

Valoración de préstamos y depósitos

En los bancos comerciales, el proceso de desregulación de los tipos de interés de los depósitos ha llevado a un ajuste más inmediato de estos tipos con los de las operaciones en el mercado abierto. Las presiones subsiguientes sobre

los costes también han contribuido a un ajuste más rápido de los tipos aplicados a los préstamos con los del mercado abierto. Esto es especialmente cierto para los bancos pequeños y medianos; los bancos más grandes, tradicionalmente preferidos por los depósitos al por mayor, debían ajustar la remuneración que pagaban por los mismos a otras alternativas del mercado financiero. Los gráficos 11 y 12 intentan ilustrar este hecho. Los gráficos muestran el tipo de certificados de depósito (CD) dibujado sobre una base mensual, el tipo promedio sobre los depósitos y el rendimiento medio por préstamo. Debido a las limitaciones de datos, el tipo sobre depósitos y el rendimiento de los préstamos se dan en cifras anuales hasta 1976 y semestralmente a partir de esa fecha. Por aritmética, los movimientos en dichos tipos tenderán a ser menores en relación con el tipo mensual de CD y a retardar los movimientos en este tipo. En cualquier caso, puede verse en los gráficos 11 y 12 que, con anterioridad al comienzo del proceso de desregulación (finales de los años setenta), los tipos sobre depósitos y préstamos se movían muy poco, incluso cuando los tipos del mercado abierto (CD) se movían abruptamente. Para los

GRAFICO 11

TIPO SOBRE PRESTAMOS Y DEPOSITOS EN BANCOS DE MEDIANO TAMAÑO

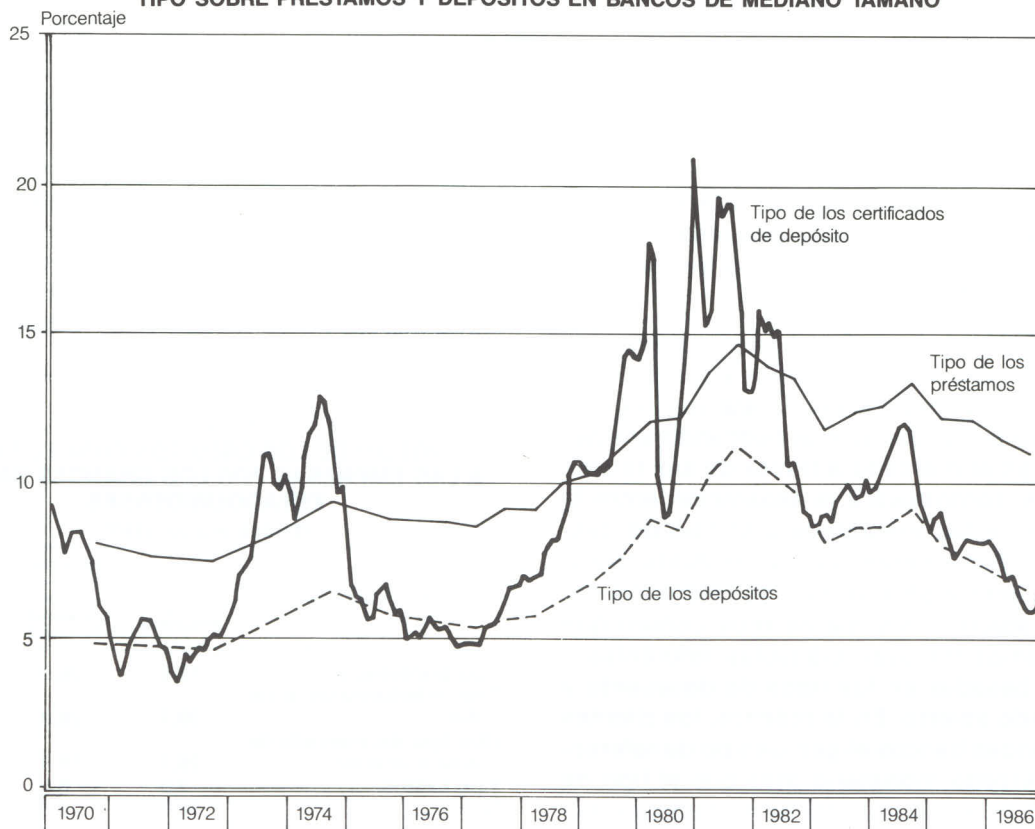
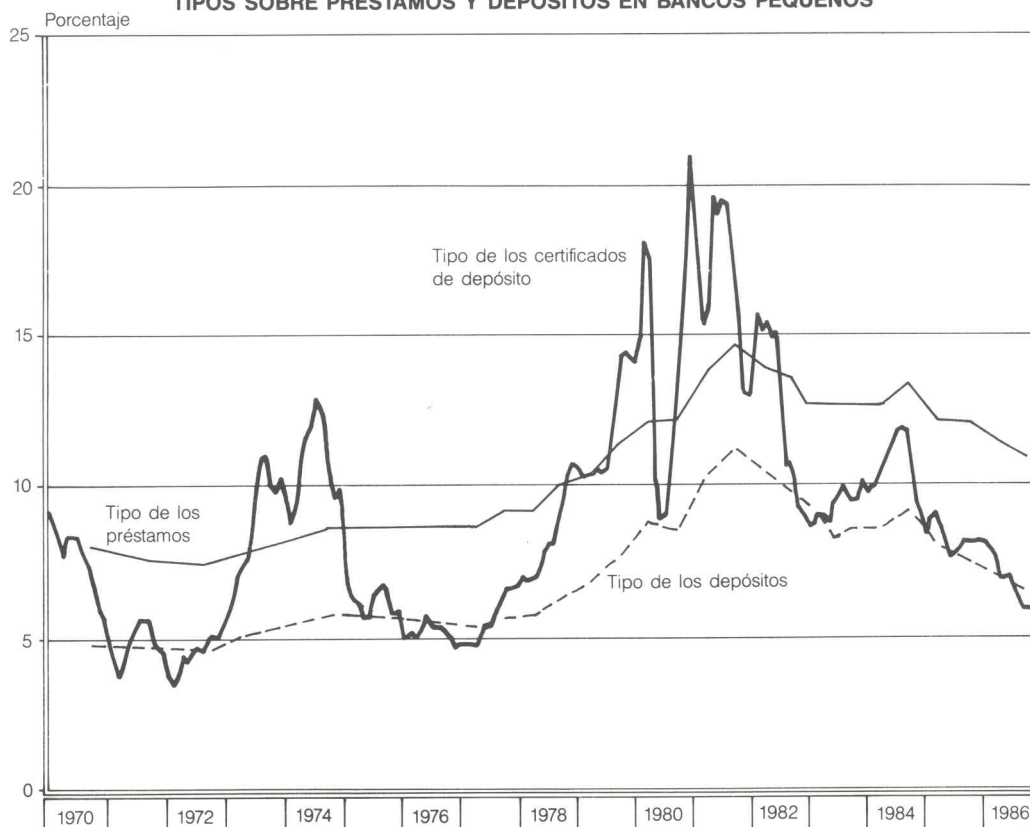


GRAFICO 12

TIPOS SOBRE PRESTAMOS Y DEPOSITOS EN BANCOS PEQUEÑOS



grandes bancos, los tipos sobre depósitos y préstamos durante este período se movieron más cerca del tipo en el mercado abierto. En consecuencia, tanto los tipos de interés activos como los pasivos de la banca pequeña y mediana se han vuelto más sensibles a los cambios en el mercado financiero.

La valoración de los préstamos a las empresas se guió más abiertamente por los tipos del mercado abierto, especialmente para los bancos grandes. La banca extranjera, buscando una penetración en el mercado a través de sus filiales y agencias, contribuyó a la separación entre la valoración de los préstamos y el tipo de descuento, un tipo intervenido por la Administración, para acercarse a un tipo de referencia del mercado abierto. Hoy día es muy común que los préstamos incluyan cláusulas referentes a opciones basadas en los tipos de descuento y del mercado abierto. En la práctica, los clientes de los grandes bancos eligen un tipo de referencia del mercado monetario más que el tipo de descuento, como se muestra en el cuadro número 5. A primeros de 1987 sólo una quinta parte de los préstamos a las empresas por los nueve

bancos principales estaban vinculados al tipo de descuento, mientras que un 40 por 100 lo estaban al tipo de interés de los títulos públicos, y otra cuarta parte estaban ligados a otros tipos del mercado monetario interior, como los certificados de depósito o los pagarés del Tesoro. Los préstamos vinculados a tipos de interés extranjeros (como el *LIBOR*) y los valorados con

CUADRO NUM. 5
PRECIO DE LOS CREDITOS CONCEDIDOS
A LAS EMPRESAS POR LOS GRANDES BANCOS
ESTADOUNIDENSES
(En febrero de 1987)

Tipo de referencia	Porcentaje de créditos		
	Nueve bancos principales	Otros grandes bancos (1)	Otros bancos
Tipo preferencial	19,8	36,0	82,1
Tipo interbancario a un día	39,7	26,0	0,5
Otro tipo del mercado de dinero interior	26,1	18,8	1,8
Tipo exterior	3,9	8,5	3,2
Otros	10,5	10,6	12,4

(1) Bancos con activo de unos 5.000 millones de dólares o más.

otros métodos representaban sólo una pequeña fracción del total. En algunos bancos grandes, la porción basada en el tipo de descuento es algo más grande y menor la del tipo del mercado abierto, aunque todavía por encima de los niveles de la década anterior. El grueso de los préstamos a empresas realizados por los bancos más pequeños continúa ligado al tipo de descuento, aunque es creciente el peso de los préstamos de estas instituciones vinculados al mercado monetario.

Mientras tanto, ciertos grandes bancos han visto la utilización de los depósitos al por menor como un medio de reducir su dependencia de los fondos al por mayor. Los depósitos al por menor se han mostrado tradicionalmente como recursos más estables que los provenientes al por mayor, especialmente en un momento en el que la disponibilidad de fondos en el mercado al por mayor aparenta ser muy sensible a los cambios en la confianza y en la solidez de las instituciones bancarias. Además, algunas instituciones han visto la sustitución de los préstamos al por mayor como un medio de reducir los costes por operaciones pasivas a largo plazo. En ocasiones han utilizado su libertad para esta-

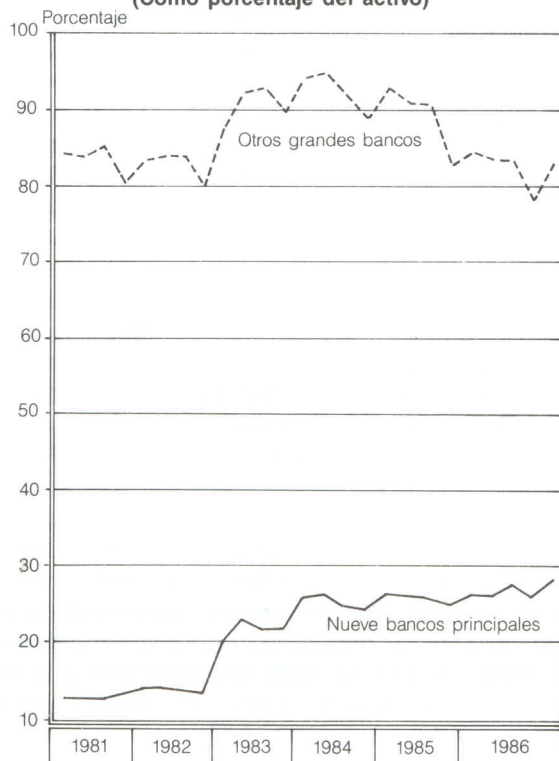
blecer los tipos sobre depósitos al por menor para ofertar agresivamente sobre dichos saldos, aparentemente con la expectativa de reducir sus tipos después de un período transitorio o irlos disminuyendo paulatinamente. Como puede verse en el gráfico 13, la parte del activo basada en los depósitos al por menor aumentó apreciablemente en los bancos situados en grandes centros monetarios a partir de finales de 1982 (siguiendo una medida liberalizadora) y ha permanecido alta desde entonces. Otros bancos grandes han mostrado cambios más débiles durante este período. Visto de otra forma, la preocupación sobre la calidad de las carteras de préstamos de los grandes bancos, aumentada a partir de los problemas de la deuda exterior de los países menos desarrollados, se ha sumado a la prima sobre los tipos de interés del mercado abierto que los bancos en general, y algunos bancos especialmente débiles en particular, tenían que pagar. Esto, a su vez, ha añadido al atractivo de los depósitos al por menor asegurados federalmente el hecho de que estas cuentas no son sensibles a dichos cambios (1).

Necesidades de capital, letras de crédito *stand-by* y ventas de préstamos

Mientras tanto, las necesidades legales de recursos propios de los grandes bancos se han endurecido, como consecuencia de la asunción de riesgos por estas entidades y un deseo de limitar la exposición del Fondo Federal de Garantía de Depósitos a los mismos. Para los grandes bancos, las obligaciones de capital se reforzaron tanto formalmente, mediante el establecimiento de un coeficiente mínimo de recursos propios superior al que muchas grandes entidades bancarias tenían habitualmente, como informalmente a través del proceso de examen e inspecciones. Debido a que las actividades fuera de balance fueron inicialmente excluidas del coeficiente de recursos propios, se dio un incentivo para aumentar dichas actividades en lugar de consignar préstamos en los libros del banco. En concreto, las letras de crédito *stand-by*, recogidas en el gráfico 14, aumentaron de 40.000 millones de dólares en 1980 a cerca de 170.000 en 1985. A través de una letra de crédito *stand-by* (LCS) un banco puede garantizar el papel comercial o los bonos de un cliente y evitar el cumplimiento de las obligaciones impuestas por el coeficiente de recursos propios que se derivarían de la inclusión de tal operación en el balance como un préstamo. El mercado acepta las obligaciones del cliente respaldadas por LCS de

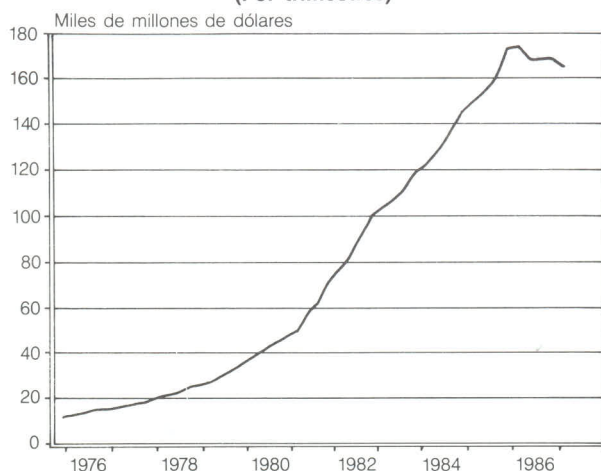
GRAFICO 13

DEPOSITOS CENTRALES DE GRANDES BANCOS* (Como porcentaje del activo)



* Bancos con activo superior a 1.000 millones de dólares.

GRAFICO 14
CARTAS DE CREDITO STANDBY
EN TODOS LOS BANCOS COMERCIALES ASEGURADOS
(Por trimestres)



la misma forma que las aceptaría si lo estuviesen por un préstamo formal del banco, permitiendo al cliente el acceso al mercado con el soporte del banco. Este desarrollo ha motivado la separación de los avales bancarios de las funciones normales de financiación de la banca comercial. Desde 1985, sin embargo, el volumen de LCS ha descendido, ya que las autoridades monetarias están considerando informalmente a las LCS en los procesos de inspección de las entidades bancarias, al tiempo que crecen las propuestas para ampliar el concepto de recursos propios basado en el riesgo, que debería incluir tales operaciones en el cómputo formal del coeficiente de recursos propios. Esta tendencia ha adquirido ya un rango internacional, puesto que las autoridades norteamericanas y las británicas han hecho intentos de armonizar sus conceptos de coeficiente de recursos propios, esfuerzo que se ha extendido a otras naciones.

Además, los grandes bancos han comenzado a realizar préstamos con ánimo de venderlos con posterioridad, total o parcialmente. De esta forma el banco puede prestar a un determinado cliente y, en el momento de traspasar este préstamo, no tiene que computarlo para establecer sus recursos propios mínimos legales, puesto que, en caso de impago, no tiene que soportar las pérdidas. Hasta la fecha, una buena parte de estos préstamos han sido vendidos a otros bancos, incluyendo los extranjeros, con menos dificultades a la hora de cumplir con sus obligaciones legales de recursos propios. Este desarrollo también se aparta de la tradicional función de préstamo, separando los componentes de desembolso y recuperación. Aunque la mayoría

de las ventas de activos han tomado la forma de préstamos a las empresas, unos pocos bancos comerciales, con la ayuda de bancos de inversión, han estructurado ventas de préstamos para la compra de automóviles y otros créditos de consumo, principalmente las tarjetas de crédito, en la forma de participaciones temporales en una cesta de dichos títulos o bonos respaldados por créditos al consumo.

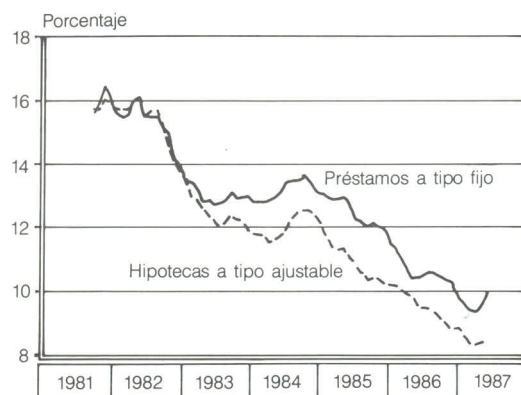
Adaptaciones de las entidades de ahorro

Las instituciones de ahorro (cajas y cooperativas de crédito) sufrieron los rigores de su vulnerabilidad ante el riesgo por tipo de interés en los primeros años ochenta debido al aumento del nivel de los tipos de interés en todo el espectro de maduraciones. Esto repercutió rápidamente en el coste de sus fondos, principalmente depósitos a corto plazo, mientras que los rendimientos de sus títulos de renta fija no registraron un incremento que les compensase. De hecho, bajo estas circunstancias, los prestatarios estaban poco dispuestos a amortizar anticipadamente su deuda, pues ésta tenía un relativamente bajo tipo de interés, conduciendo a un ajuste al alza de los rendimientos de estos activos, en consonancia con el nuevo nivel más alto de los tipos del mercado. Como consecuencia, las instituciones de ahorro incurrieron en cuantiosas pérdidas en los primeros años ochenta.

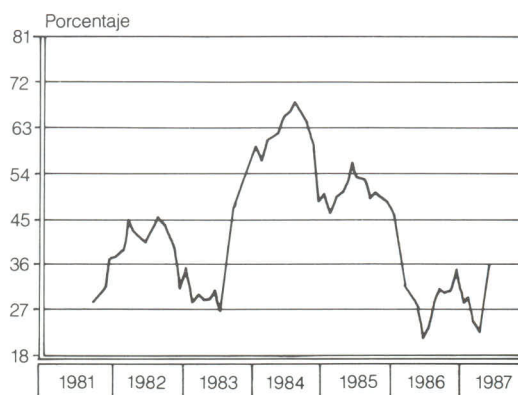
Entre aquellas que sobrevivieron muchas han dedicado grandes esfuerzos a controlar sus riesgos por tipo de interés. Estas instituciones y sus órganos supervisores siguen ahora más de cerca su exposición al riesgo mediante el control de las diferencias entre las maduraciones de sus activos y las de sus pasivos. Se han desarrollado distintos métodos para acortar el intervalo de revalorización de sus activos y ampliar el de los pasivos. Un método muy común es el de las cédulas hipotecarias con tipo variable o ajustable (CTV). Tales cédulas tienen la misma maduración que los títulos hipotecarios normales, pero son emitidas a un tipo de interés que se ajusta a intervalos regulares a un tipo de referencia, como el de las obligaciones del Tesoro a un año, o a una medida publicada del coste de los fondos para las instituciones de ahorro. Como se muestra en la parte inferior del gráfico 15, la parte de los títulos convencionales emitidos con tipo variable fue más de la mitad entre mediados de 1983 y finales de 1985, una época en que los tipos iniciales de estos títulos era menor que el de los emitidos a tipo fijo (como se muestra en la parte superior del gráfico). Los prestatarios continuaron mostrando su preferencia por los

GRAFICO 15

**HIPOTECAS CONVENCIONALES CERRADAS
TIPOS DE INTERES EFECTIVOS**



**PROPORCION CON ELEMENTOS
DE TIPO AJUSTABLE**



Los datos se refieren a los cinco primeros días laborables de cada mes.

títulos emitidos a renta fija, lo que ha originado diferenciales de rentabilidad más bien grandes, en ocasiones ampliados por los prestamistas, que garantizaban ciertos términos en el primer año de maduración del título para atraer el interés del prestatario a las CTV. Además, la experiencia de 1986 y primeros meses de 1987 indica que muchos prestatarios en CTV se pasan rápidamente a refinanciarse con títulos de renta fija cuando los tipos de interés de éstos descienden notablemente.

Otro método más reciente, empleado por las instituciones de ahorro para acortar la maduración efectiva de los activos, es la obligación hipotecaria colateralizada (OHC). La OHC es un bono con diferentes montantes de amortización e intereses respaldado con hipoteca o con cédulas hipotecarias. Los pagos (incluidas las primas de emisión) se aplican a diferentes clases de obligacionistas con distintos tipos de interés. La OHC permite un *cash-flow* a partir de una cesta de hipotecas, lo que sería, de otro modo, incierto debido a la posible amortización anticipada o a una opción de compra de los préstamos hipotecarios que la garantizan, al estar estructuradas en una amplia gama de maduraciones. Las instituciones de ahorro han encontrado que la gama de OHC a corto plazo es una forma atractiva en la que mantener activos hipotecarios, ya que tienen maduraciones efectivas más en línea con los de sus depósitos y rendimientos que exceden a los de los instrumentos altamente líquidos del mercado monetario. Recientemente han salido al mercado OHCs con un tipo variable, lo que puede suponer un atractivo adicional para muchas de estas entidades. Como se dijo antes, el uso de la OHC ha ido en aumento en

los últimos años, siendo las instituciones de ahorro los principales tomadores del segmento a corto plazo. En algunos casos, las propias entidades retienen las clases más a corto que ellas mismas emiten, aunque es más común que adquieran estas clases a otros emisores.

Las instituciones de ahorro han intentado también alargar la maduración efectiva de sus pasivos. Una técnica empleada es la permuta (*swap*) del tipo de interés. Con esta técnica, la entidad de ahorro cambia una obligación con tipo variable, esto es, una obligación cuyo tipo de interés se revisa regularmente, por una obligación de renta fija. El mercado general de permutas ha crecido espectacularmente, partiendo prácticamente de la nada en los primeros años ochenta, a casi mil millones de dólares muy recientemente, siendo las instituciones de ahorro una parte muy importante de aquellos que adquieren títulos de renta fija.

También las instituciones de ahorro compiten más agresivamente que los bancos comerciales en el mercado de depósitos al por menor a largo plazo. Normalmente, ofrecen una prima sobre la banca comercial por los saldos de los depósitos a largo plazo, más grande que la ofrecida por las cuentas más líquidas, lo que les reporta una mayor presencia en este mercado, dejando al margen la mala imagen que se deriva de la baja rentabilidad de dichas entidades y la de su fondo federal de garantía.

Como se dijo con anterioridad, las instituciones de ahorro han utilizado los futuros y las opciones como medio de reducir su riesgo por tipo de interés. Otro instrumento, también de reciente aparición, es la formación de cestas de obliga-

ciones hipotecarias en las que se separa la deuda por los intereses de la de los principales en las llamadas cuota «sólo interés» y cuota «sólo principal». En lo referente a las obligaciones de la cuota «sólo interés», la duración media del flujo de intereses de una cesta de títulos depende del nivel de los tipos de interés. A medida que descienden los tipos y aumentan las amortizaciones anticipadas, desciende el *cash-flow* de las obligaciones de la cuota «sólo interés». Por el contrario, si los tipos de interés aumentan y las amortizaciones anticipadas disminuyen, el *cash-flow* de la cuota «sólo interés» aumenta. En consecuencia, se considera que la cuota «sólo interés» es una protección frente a un aumento en los tipos en los mercados para las entidades que tengan desequilibrios entre los plazos de maduración de sus activos y los de sus pasivos.

Mientras tanto, las entidades de ahorro han respondido a los desequilibrios de maduraciones, a los mayores requerimientos legales de capital y a las preferencias de los prestatarios por los títulos de renta fija mediante la creación de préstamos hipotecarios a tipo fijo destinados a la venta. De esta forma, las empresas de este sector pueden seguir aceptando las peticiones de hipotecas de los clientes y lograr un *cash-flow* positivo, sin que ello suponga un empeoramiento de sus desequilibrios de maduración al tiempo que se eluden los correspondientes requerimientos de capital. Las hipotecas a tipo fijo se venden normalmente a otras instituciones de depósitos, en concreto a la Federal National Mortgage Association (Asociación Nacional de Hipotecas) o a la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Sociedad Federal de Hipotecas para Residencia de Particulares), dos agencias relacionadas a nivel federal, que tienen un papel principal en el mercado secundario de hipotecas. Estas agencias hacen cestas con dichas hipotecas y emiten cédulas hipotecarias al portador (2). Otra institución federal es la Government National Mortgage Administration (Administración del Gobierno para las Hipotecas), que garantiza los pagos de las obligaciones hipotecarias emitidas al portador a partir de las cestas de los préstamos hipotecarios asegurados por el Gobierno federal.

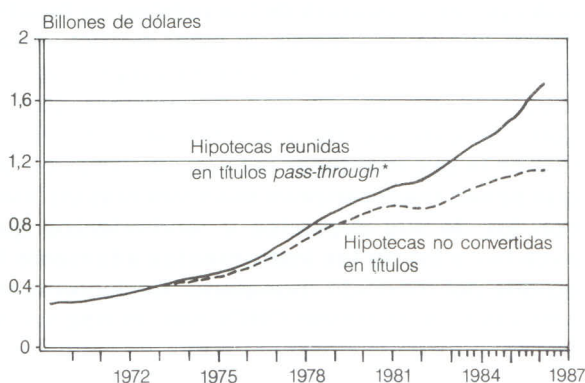
La conversión de préstamos en obligaciones

La conversión de préstamos en obligaciones, una importante innovación, ha sido aplicada principalmente en el mercado de hipotecas. La más habitual forma de conversión en este mer-

cado es la hipoteca transmisible (al portador), en la que los tomadores reciben un interés indiviso de una cesta de hipotecas. Como se muestra en el gráfico 16, las hipotecas al portador han crecido desde unas proporciones minúsculas en los primeros años setenta a cerca de 600.000 millones de dólares a mediados de 1987 o, en otros términos, hasta representar una tercera parte de toda la deuda originada por la adquisición de residencia por particulares. El fuerte crecimiento de las hipotecas en 1985 y 1986 y la preferencia de los prestatarios por las hipotecas a tipo fijo contribuyeron a que el volumen de títulos hipotecarios al portador creciese sustancialmente. Las hipotecas al portador aseguradas o garantizadas por las oficinas y agencias federales tienen en cuenta todas las hipotecas adquiridas por dichas oficinas. Las necesidades de normalización para las restantes hipotecas, la liquidez generada por el tamaño de este mercado y el soporte federal a las cestas ha conducido, sin duda, al predominio de este instrumento financiero. En cualquier caso, aunque dichos títulos no tienen mucho riesgo a los ojos de los inversores, tienen una considerable cantidad de riesgo por amortización anticipada. Como ya se apuntó, las amortizaciones anticipadas de hipotecas tienden a aumentar a medida que descienden los tipos de interés, reflejando la refinanciación de las hipotecas existentes y una mayor devolución de residencias, y caen cuando sube el tipo de interés de las hipotecas. Esta relación es relativamente débil y por ello existen deslizamientos asociados que se suman a la incertidumbre y al riesgo de amortización anticipada. En consecuencia, los rendimientos de las hipotecas al portador contienen una prima sobre las obligaciones del Gobierno federal para una misma maduración esperada, lo que refleja dicha incertidumbre por amortización anticipada. Esta

GRAFICO 16

DEUDA HIPOTECARIA PENDIENTE EN FAMILIAS



* Únicamente *pass-throughs* de GNMA, FHLMC y FNMA.

prima tiende a variar con la volatilidad del tipo de interés.

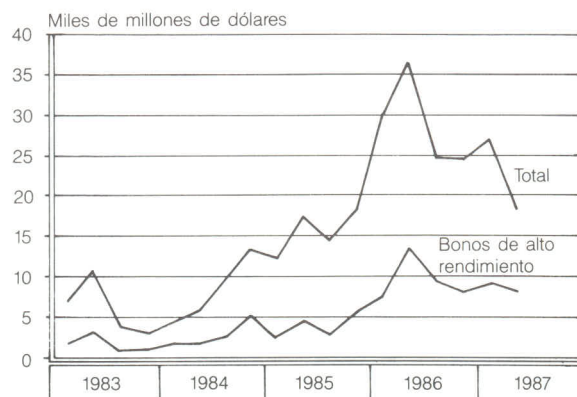
Los títulos hipotecarios al portador se han convertido en el material básico de otros productos derivados. Estos incluyen las obligaciones hipotecarias colateralizadas (OHC) y las obligaciones «sólo interés» y «sólo principal», anteriormente expuestas, emitidas por entidades privadas. Dichos instrumentos representan medios alternativos de enfrentarse a las amortizaciones anticipadas y a la incertidumbre asociada. A la vista del grado de complejidad de los títulos hipotecarios, tales como el establecimiento de registros de las hipotecas asociadas, pagos de principal e intereses y amortizaciones anticipadas, la introducción de estos instrumentos y el desarrollo de sus mercados han dependido en gran medida de los avances en la tecnología de la información y las computadoras.

Como anteriormente se apuntó, el concepto de los títulos transmisibles o al portador se ha ido extendiendo a otras clases de préstamos, principalmente préstamos para la compra de automóviles, y a las tarjetas de crédito. Estas últimas son préstamos no garantizados, mientras que los primeros, al igual que las hipotecas, están colateralizados (garantizados) por los automóviles financiados y también frecuentemente por cartas de crédito. La venta de dichos préstamos por los bancos les permite aliviar las presiones sobre sus recursos propios, al tiempo que les supone un *cash flow* positivo. En el caso de los préstamos para la compra de automóviles, la incertidumbre para el inversor por amortización anticipada es mínima, ya que el incentivo para el pago anticipado es relativamente pequeño aunque cambien los tipos de interés. En la actualidad, la cantidad de préstamos para la compra de automóviles y tarjetas de crédito convertidos en títulos-obligaciones es más bien pequeña, del orden de 15.000 millones de dólares, principalmente sobre la base de automóviles. Mientras que los bancos han sido los únicos emisores de obligaciones sobre tarjetas de crédito, las subvenciones financieras al sector del automóvil se piensa que tendrán una fuerte repercusión en la conversión en obligaciones del papel de automóviles.

Las conversiones se han aplicado en otros muchos casos, además de las cestas de hipotecas y de los préstamos de consumo y sus instrumentos derivados. Algunos han visto esta conversión como la base de una creciente confianza en el mercado del papel comercial por empresas que, hasta el momento, dependían de los bancos comerciales (en algunos casos, este papel

GRAFICO 17

**EMISION BRUTA DE BONOS DE EMPRESAS
NO FINANCIERAS**
(Datos trimestrales no ajustados estacionalmente)

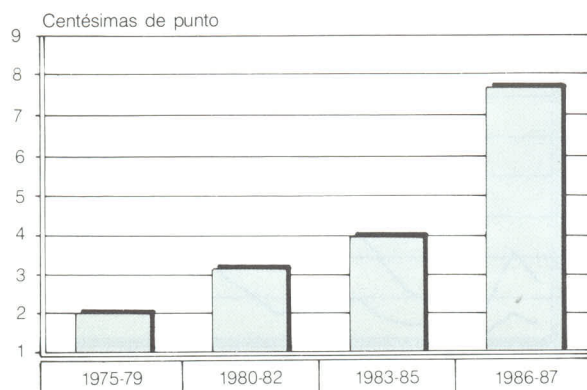


tenía cierto soporte crediticio bancario mediante las LCSs y los compromisos de préstamo) y en las ventas de préstamos a las empresas. Además, la creciente capacidad de muchas empresas pequeñas para acceder al mercado de bonos, como una alternativa a la financiación bancaria a largo plazo, también ha sido relacionada como un aspecto de esta conversión de préstamos en obligaciones. Como se muestra en el gráfico 17, la emisión de bonos de «alto rendimiento» (con cierto riesgo de impago) se han doblado desde mediados de 1985, en una época en la que los inversores también absorbieron un volumen más grande de bonos seguros. Claramente, la creciente disponibilidad de información sobre dichos créditos y, en el caso de los bonos de alto rendimiento, el reconocimiento de los beneficios de la diversificación, han ayudado a la tendencia a la conversión préstamos-obligaciones.

A medida que los activos convertidos funcionan bien en las carteras de los inversores y compiten con las obligaciones tradicionales, el vínculo entre los tipos de interés de los préstamos convertibles y los de los instrumentos del mercado abierto se hace más fuerte. No sólo hace que un inversor orientado a maximizar el rendimiento (ajustado según el valor, tipo de interés y riesgo de pago anticipado) actúe para acercar los tipos de los préstamos convertibles a un nivel equiparable, sino que también hace que los prestamistas y los suscriptores de activos convertidos deban tener un ojo puesto en los rendimientos de los activos que compiten con ellos, en las carteras de los inversores, cuando realizan préstamos y los adquieren para la conversión. Una buena ilustración de esta creciente vinculación puede verse en el gráfico 18, con-

GRAFICO 18

**CAMBIO SEMANAL DEL TIPO HIPOTECARIO*
POR CADA VARIACION
DE 10 CENTESIMAS DE PUNTO EN EL RENDIMIENTO
DE LOS TITULOS DEL TESORO A 10 AÑOS**



* Tipo convenido en las hipotecas convencionales a tipo fijo.
Los tipos de hipotecas y del Tesoro son promedios semanales.

frontando el tipo comprometido para los préstamos de residencia y el rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; una maduración toscamente comparable con la vida esperada de las hipotecas a treinta años. El gráfico ilustra el cambio promedio en el tipo de las hipotecas en la semana siguiente a un cambio en el rendimiento de los títulos públicos. En los últimos años setenta la respuesta a corto plazo de los tipos hipotecarios fue mínima, un promedio de dos puntos por cada diez puntos de cambio en el rendimiento de los títulos públicos. Esta respuesta aumentó un poco en la primera mitad de los años ochenta. El cambio más espectacular se dio en los últimos dos años, acompañando a la irrupción anteriormente comentada de las hipotecas transmisibles o al portador. Como promedio de este período, el cambio en el tipo hipotecario aumentó hasta ocho puntos por cada diez puntos de cambio en el tipo de interés de las emisiones públicas. En la primavera de 1987, en un momento en el que los precios de los bonos estaban cayendo, con un descenso en la cotización del dólar, fueron frecuentes las situaciones de prestamistas hipotecarios que ajustaban sus tipos diariamente, incluso intradiariamente, en conjunción con un creciente mercado sobre el tipo de cambio y los desarrollos del mercado interno de crédito.

IV. CONCLUSIONES

Los cambios en el sistema financiero de Estados Unidos durante los últimos diez años han estado motivados por drásticos cambios en el

entorno económico general. Los tipos de interés se han movido ampliamente durante este período, en gran parte reflejando la cambiante experiencia inflacionaria y las expectativas derivadas. Además, los tipos de interés han llegado a ser vistos como inherentemente más volátiles de lo que se pensaba a mediados de los años setenta. Mientras la economía de Estados Unidos ha estado creciendo de una forma estable desde finales de 1982 y ha disminuido el desaprovechamiento en la utilización de recursos, los esfuerzos para el pago de las deudas por parte de los prestatarios han sido sustanciales. Esto reflejaba no sólo una tasa de inflación más atenuada, repercutiendo sobre las adquisiciones de inmuebles realizadas para protegerse de la inflación, sino un sector agrícola deprimido junto con una debilidad en el sector energético y otros desequilibrios asociados con una erosión masiva de la posición neta exportadora de Estados Unidos. También los problemas de la deuda de los países menos desarrollados afectaron a la posición en el capital de algunos prestamistas. La confluencia de estos hechos, resultantes de un importante grado de desinflación, de un moderado crecimiento económico y de la fortaleza del dólar, no fue claramente prevista por las instituciones financieras y los mercados. En cualquier caso, ha tenido un pronunciado efecto sobre las actitudes y los comportamientos. Los participantes en los mercados financieros generalmente se han convertido en más sensibles ante el riesgo del crédito y del tipo de interés. Sobre este substrato ha ido emergiendo una creciente masa de productos financieros, algunos de los cuales han sido explicados en este artículo, que permiten a las instituciones financieras y a otros agentes ajustar e intercambiar su exposición al riesgo y adaptarse así a sus preferencias y capacidades de absorción.

La situación de los recursos propios de las instituciones e intermediarios financieros ha estado afectada por las duras pérdidas económicas debidas a la concentración de muchos de los sobreesfuerzos de sus clientes. Las medidas tomadas por estas instituciones en los últimos años para limitar sus riesgos se espera que reduzcan su vulnerabilidad ante los *shocks* económicos del futuro. El creciente uso de instrumentos de protección es una de estas innovaciones que limitan los riesgos. Sin embargo, muchos de estos instrumentos, especialmente aquellos relacionados con las hipotecas y con su incierta amortización anticipada, contienen elementos de riesgo que no son completamente conocidos y puede que no sean completamente entendidos por sus usuarios.

El proceso de conversión préstamos-obligaciones es otro desarrollo aplicado al riesgo de los depósitos. Los bancos y las instituciones de ahorro han sido capaces de continuar la creación de crédito evitando las pérdidas asociadas con el riesgo de crédito o de tipo de interés, ya que estos créditos no son vendidos con garantía del que los crea. En los casos donde esta garantía es aportada, en cambio, la situación de los recursos propios de estas instituciones y la de sus fondos federales de garantía de depósitos es más expuesta. También de cierto interés son las consecuencias para las carteras de los bancos de las ventas de préstamos, si los préstamos que se venden son créditos de alta calidad. En estas circunstancias, la calidad media de los préstamos que permanecen en la cartera del banco podría reducirse.

El riesgo continúa siendo importante en el caso del mercado de títulos hipotecarios al portador; con mucho, la parte más importante de las conversiones. De hecho, parece que en este período de preocupación creciente sobre la calidad del crédito y la estabilidad financiera, los inversores han buscado la protección de una mejora del crédito federal. En todo caso, los inversores están incorporando en sus carteras más obligaciones sin dicha garantía, como los bonos de «alto rendimiento», implicando una mayor exposición de sus carteras a los riesgos por crédito y por tipo de interés, disminuyendo con ello la exposición de los recursos propios de la banca y las entidades de ahorro.

Este proceso, modificando la incidencia de las pérdidas económicas y los riesgos en el sistema financiero, puede afectar al comportamiento del

gasto agregado y a la forma en que funciona la economía. El gasto puede verse afectado en forma diferente si las pérdidas económicas son absorbidas directamente por las carteras del público o si son absorbidas por los recursos propios de las entidades crediticias. Y lo que es probablemente más importante, el proceso de conversión préstamos-obligaciones ha provocado un impacto más inmediato del tipo de interés y las innovaciones en el mercado de créditos sobre los mercados de préstamo. De hecho, debido a la más fuerte integración de los mercados financieros de Estados Unidos con otros mercados exteriores, las influencias internacionales sobre los mercados crediticios locales están aumentando.

NOTAS

(*) Las opiniones expresadas en este artículo son las del autor y no reflejan necesariamente las de la Junta de Gobernadores u otros miembros de su *staff*.

(1) La prima suplementaria que muchos bancos ahora pagan ha estimulado una mayor participación de empresas prestatarias de alta solvencia en el mercado abierto del crédito, debido a que los costes bancarios han estado sometidos a presiones alcistas a causa de la mayor retribución pagada por los recursos. En esencia, la calidad del crédito de las organizaciones bancarias ha descendido en relación con muchos clientes privilegiados, haciendo el mercado abierto del crédito relativamente menos costoso para estos clientes bancarios.

(2) Las instituciones de ahorro también intercambian hipotecas por títulos hipotecarios al portador representativos de las hipotecas vendidas. Estos títulos son más líquidos que las hipotecas en sí mismas y pueden utilizarse como colateral en ciertas clases de préstamos.