

# Rasgos principales de las tendencias recientes en los mercados financieros

## ***Las señales de un menor crecimiento estadounidense ...***

En el segundo trimestre de 2000 los mercados financieros internacionales se vieron influidos por las continuas divergencias en los ciclos económicos de las principales áreas económicas y por la acción de la política monetaria destinada a contrarrestar las presiones inflacionistas existentes en Estados Unidos y en Europa. En el caso de Estados Unidos, el enfriamiento de la demanda nacional parece haber suscitado en el mercado ciertas expectativas de un "suave aterrizaje" de la economía. Todo ello ha contribuido a nivelar los precios de los valores de renta fija y los activos, siempre dentro de una volatilidad y de unas primas de riesgo considerables. En Japón, las expectativas de una boyante recuperación cíclica se han visto incumplidas en repetidas ocasiones. Esta situación, junto con las incertidumbres políticas y macroeconómicas, dio lugar a una notable inestabilidad de los mercados financieros durante el segundo trimestre de 2000 y produjo considerables presiones a la baja sobre los precios de los activos.

## ***... no trajeron consigo un dólar más débil.***

La fuerte recuperación macroeconómica de la zona euro en 1999 y principios de 2000, dio lugar a que el Banco Central Europeo (BCE) abordara una serie de ajustes preventivos en la política monetaria. Los mercados financieros parecían esperar unos tipos de interés más altos a corto plazo, y hasta mayo no lograron detener una caída gradual del euro respecto del dólar estadounidense (gráfico 1). Desde entonces parece que se ha producido una cierta mejora del valor del euro, pero los grandes flujos de inversión fuera de la zona (en gran medida dirigidos hacia Estados Unidos) fueron uno de los factores que impidieron un fortalecimiento más pronunciado del euro. En el primer trimestre de 2000, los inversores extranjeros compraron una cifra neta récord de 141.000 millones

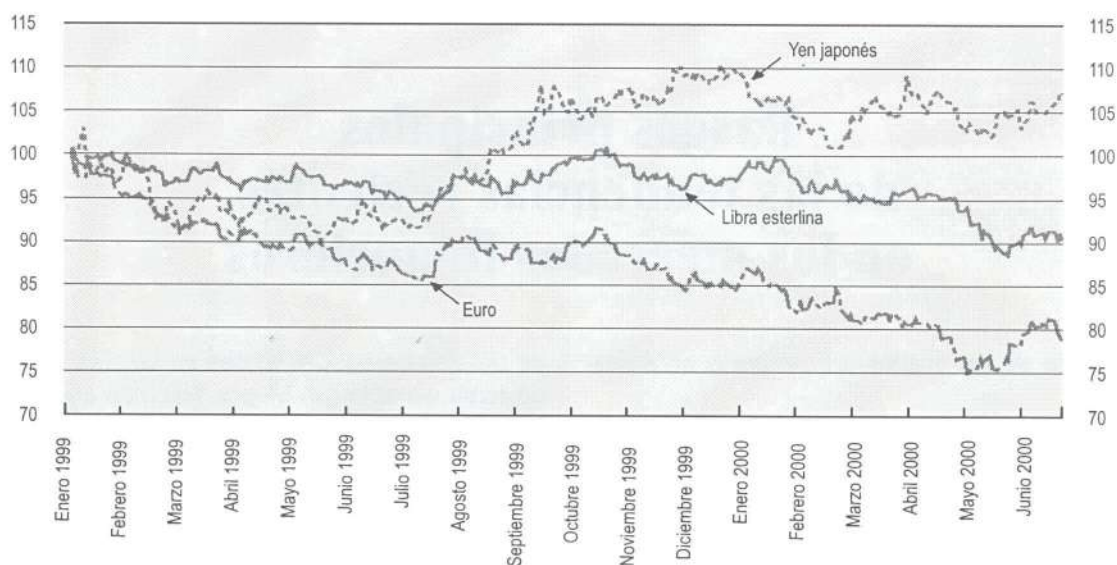
de dólares estadounidenses en valores de renta fija y de renta variable (un 54 por 100 más que en el cuarto trimestre de 1999). De esa cifra, 93.000 millones correspondieron a inversores europeos. Por otra parte, la ocasional confusión generada en torno a las indicaciones políticas del BCE no contribuyó en demasía al fortalecimiento del euro. Los mercados financieros británicos se enfriaron entre signos de una ralentización macroeconómica, y la libra esterlina fue debilitándose gradualmente frente al dólar estadounidense.

## **I. MERCADOS BURSÁTILES**

### ***Los principales índices bursátiles se mantuvieron firmes ...***

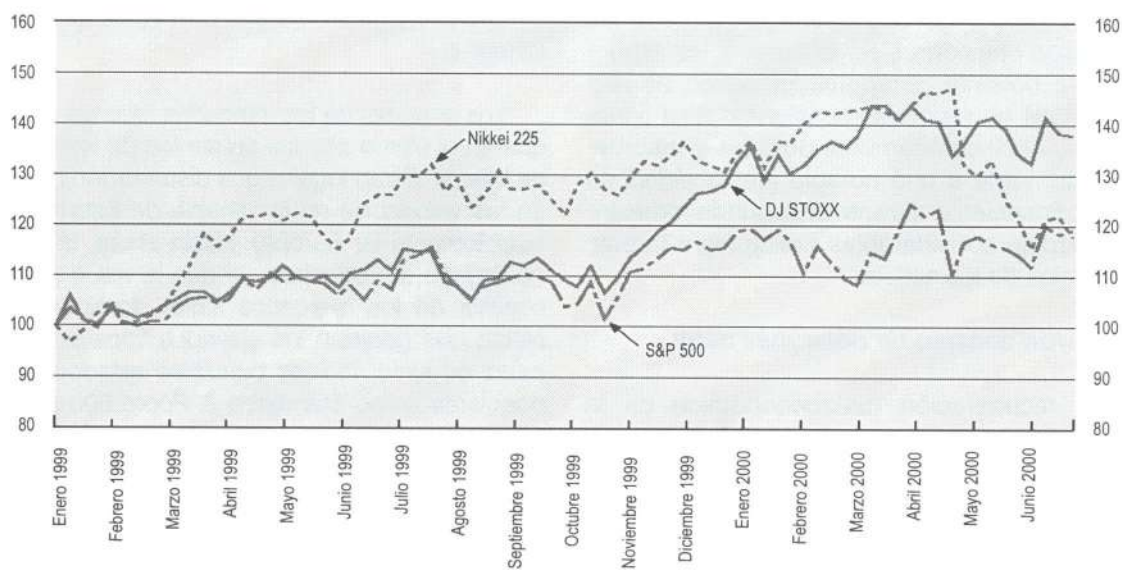
Los analistas de los mercados financieros esperaban que en el último año los aumentos de los tipos oficiales de interés dieran lugar a una disminución de los precios de los valores de renta variable de Estados Unidos (y posiblemente de Europa). Hasta ahora, tal situación no ha llegado a producirse, ya que la visión generalmente positiva de los mercados sigue dominando sobre el efecto que generan los elevados tipos de interés. A finales de junio, índices bursátiles estadounidenses tan populares como Standards & Poors 500 se mantenían en un nivel casi igual al de principios de año y, en general, por encima de los niveles registrados en 1999 (gráfico 2). En Europa, los principales índices financieros crecieron entre un 5 y un 10 por 100 en la primera mitad del año 2000, alcanzando un nivel situado en torno a un 25 por 100 por encima de la media de 1999. Japón fue la única potencia económica que experimentó una importante corrección a la baja. En mayo, el principal índice, Topix, caía en torno a un 10 por 100, impulsado por una caída de los valores tecnológicos, pero también por una rebaja de las calificaciones crediticias por parte de las agencias de *rating*, por los decepcionantes beneficios del año financiero 1999-2000 y por las incertidumbres políticas y macroeconómicas.

GRÁFICO I  
TIPOS DIARIOS DE CAMBIO COMPARADOS RESPECTO AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE



Fuente: OCDE.

GRÁFICO 2  
ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES



Fuente: Reuters.

**... mientras se producía una corrección en los valores tecnológicos ...**

Por otra parte, los valores tecnológicos estadounidenses han experimentado una fuerte corrección en

el segundo trimestre de 2000. El índice NASDAQ, dominado por dichos valores, cayó un 25 por 100 en abril, antes de iniciar una fase de recuperación (gráfico 3). Por otra parte, el índice se mantuvo en su máximo histórico justo antes de la corrección a la baja, y la mag-

nitud de la caída se vio influida de forma significativa por un caso judicial planteado contra una de las empresas punteras en el desarrollo de *software*. Algunos analistas expresaron su sorpresa por el hecho de que la corrección a la baja del índice, al que se había calificado de sobrevalorado, no continuara en mayo ni en junio. A finales de junio, el NASDAQ se mantenía por encima de los niveles registrador a principios de 2000, con un crecimiento interanual del 80 por 100.

**... que pudo haber sido mayor de no ser por el impacto de los fondos de inversión.**

Algunos analistas atribuyeron la flexibilidad de los precios de los valores tecnológicos a la pauta inversora de los fondos de inversión. Es bien sabido que se ha registrado cierta tendencia a que los mayores flujos de dichos medios de inversión estuvieran relacionados con los incrementos de precios y a que las amortizaciones netas se produjeran invariablemente después de períodos de caída fuerte o prolongada. El primer trimestre de 2000 fue un buen ejemplo de este comportamiento. Casi toda la afluencia de inversiones hacia los fondos de inversión en valores de renta variable se dirigió a fondos tecnológicos y de crecimiento agresivo después de que una cifra récord –180 fondos– subiera al menos un 100 por 100 en 1999. Al mismo tiempo, se produjo un máximo en los flujos de salida de los fondos más conservadores, que cayeron y obtuvieron rendimientos inferiores a la media de los dos últimos años.

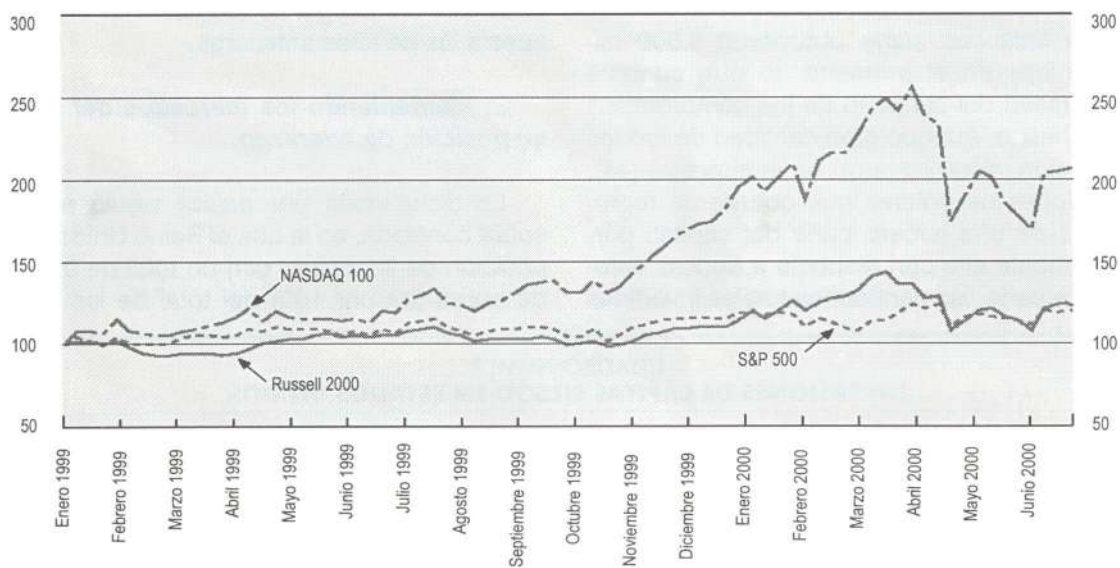
**Los valores de internet cayeron ...**

Por otra parte, pese a que las correcciones a la baja se han limitado hasta ahora a los valores de las grandes empresas tecnológicas, las sociedades relacionadas con internet (las denominadas "punto-com") han sufrido caídas considerables. Según la clasificación de las 100 primeras empresas del ámbito de las tecnologías de la información que publicó *Business Week*, el número de "punto-com" situadas en ese grupo a escala internacional pasó de 27 en 1999 a 14 en 2000. Además, mientras que el rendimiento de los valores de las "punto-com" se situó el año pasado entre un 200 y un 700 por 100, su rentabilidad resulta negativa en el año 2000.

**... entre informes de que ciertas sociedades tienen problemas financieros.**

Las presiones se acentuaron al hacerse públicos varios fracasos de los "punto-com" durante el segundo trimestre de 2000 y al especularse con la posibilidad de que los mercados de renta fija no apoyaran nuevos endeudamientos del sector. Desde finales del año 1998, muchas "punto-com" han venido emitiendo obligaciones convertibles para financiarse. Según informes publicados a mediados de junio, quienes habían invertido en obligaciones convertibles vendidas por 17 de las 23 sociedades de internet durante los 12 meses anteriores habían perdido dinero. Según el UBS

GRÁFICO 3  
ÍNDICES ESTADOUNIDENSES SELECCIONADOS DE ACCIONES



Fuente: Reuters.

Wartburg, el promedio de pérdidas en las obligaciones convertibles relacionadas con internet se había situado en un 38 por 100. Además del riesgo de agotamiento de la financiación, en el mercado circularon informes según los cuales las sociedades de capital riesgo se negaban cada vez en mayor medida a invertir en tales sociedades.

## II. CAPITAL RIESGO

### *En los Estados Unidos la actividad de capital riesgo se mantuvo sólida...*

Las actividades de capital riesgo se mantuvieron muy sólidas a principios del año 2000 tanto en Norteamérica como en Europa. En Estados Unidos, 100 sociedades de capital-riesgo obtuvieron más de 12.400 millones de dólares en el primer trimestre del año 2000, según datos compilados por Venture Economics y National Venture Capital Association (NVCA), cifra que supone un aumento de un 85 por 100 respecto al récord establecido en el primer trimestre de 1999, período en el que 70 fondos consiguieron 6.700 millones de dólares. Entre los elementos que impulsaron estos resultados de obtención de fondos, parece que figuraba la rentabilidad lograda por los inversores durante el año anterior, junto con la percepción por parte del público de que las sociedades de capital riesgo seguían actuando sobre buenas oportunidades de inversión, incluso en medio de las fluctuaciones del mercado bursátil.

#### *... en especial respecto a la financiación inicial.*

35 fondos *balanced stage* obtuvieron 5.500 millones de dólares en el trimestre, lo que suponía menos de la mitad del conjunto de los compromisos de capital de riesgo. Aunque gran cantidad de fondos de la financiación inicial cerraron en el trimestre (44), los 3.889 millones de dólares que obtuvieron representaban más de una tercera parte del capital, porcentaje ciertamente alto con respecto a épocas anteriores. Por otra parte, las cantidades totales invertidas

mostraban un aumento limitado en el primer trimestre de este año. Según las cifras preliminares, alcanzaron los 22.700 millones de dólares, lo que supone un incremento en relación con los 21.000 millones de dólares de finales del trimestre anterior (cuadro núm. 1).

### *Éste fue también el caso de Europa ...*

Aún no se han publicado datos conjuntos respecto a la inversión europea en capital riesgo durante el año 2000; sin embargo, la actividad fue intensa en 1999. Según la European Venture Capital Association (EVCA), el total de fondos obtenidos aumentó en un 25 por 100, pasando de 20.300 millones de euros en 1998 a 25.400 millones en 1999, con un aumento del 74 por 100 de las inversiones totales, que pasaron a situarse en 25.100 millones de euros (1) (gráfico 4). El número total de inversiones subió en un 47 por 100, situándose en más de 11.000, manteniéndose en general constante la magnitud de la inversión, con cifras situadas en torno a los dos millones de euros.

La composición del capital riesgo europeo cambió en 1999, dirigiéndose de forma especial a los sectores de la alta tecnología y la financiación inicial. La inversión en sociedades de alta tecnología en las fases inicial y de inversión/desarrollo casi se triplicó, pasando de los 2.900 millones de euros en 1998 a los 8.400 millones en 1999. Los fondos de la fase inicial crecieron más de un 300 por 100, situándose en 5.100 millones de euros, mientras que los fondos para inversiones de expansión aumentaron más de un 100 por 100, situándose en 3.400 millones de euros. Por contra, los fondos obtenidos por sociedades de sectores distintos al de alta tecnología se mantuvieron en niveles similares a los de años anteriores.

#### *... manteniendo los mercados del Reino Unido su posición de liderazgo.*

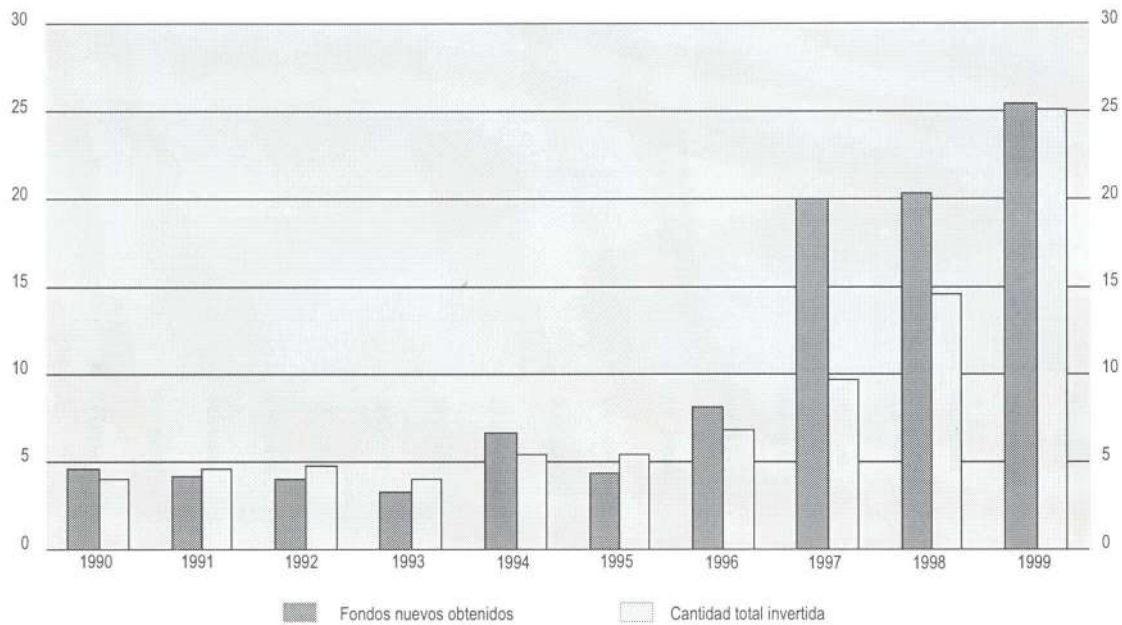
La distribución por países siguió una pauta de sobra conocida, en la que el Reino Unido mantenía su posición de liderazgo, con un total de 9.900 millones de euros (39 por 100) del total de los fondos obte-

CUADRO NÚM. 1  
INVERSIONES DE CAPITAL RIESGO EN ESTADOS UNIDOS

	NÚMERO DE EMPRESAS	PROMEDIO POR EMPRESA (Millones de dólares)	CANTIDAD INVERTIDA (Millones de dólares)
Primer trimestre de 2000 .....	1.557	14,57	22.684
Cuarto trimestre de 1999 .....	1.546	13,60	21.022
Tercer trimestre de 1999 .....	1.264	10,29	13.005
Segundo trimestre de 1999 .....	1.118	9,44	10.555
Primer trimestre de 1999 .....	851	7,24	6.161

Fuente: NVCA.

GRÁFICO 4  
**NUEVOS FONDOS ANUALES OBTENIDOS E INVERSIONES EN ACCIONES EN EUROPA**  
 (En miles de millones de euros)



Fuente: EVCA.

nidos en 1999. Se situaban a continuación Francia y Alemania, con 4.300 millones (17 por 100) y 3.800 millones de euros respectivamente, mientras que la aportación de Italia se reducía a unos relativamente modestos 1.800 millones de euros. Además de los fondos obtenidos por los sistemas financieros europeos, una encuesta de la EVCA puso de manifiesto que los fondos estadounidenses obtuvieron 6.200 millones de euros para ser invertidos en Europa.

### III. MERCADOS NACIONALES DE RENTA FIJA

#### **Los tipos de los bonos del Estado aumentaron levemente a principios del año 2000 ...**

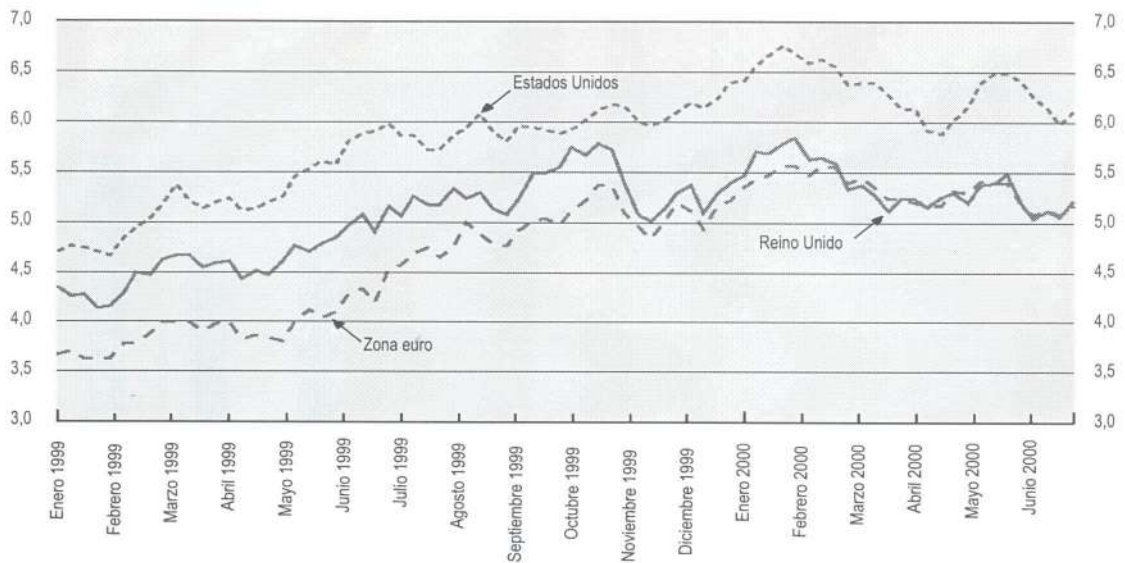
A finales del año 1999, los tipos de interés a largo plazo de los países del G-10, con la excepción de Japón, subieron ligeramente (gráfico 5), impulsados en gran parte por las expectativas de un endurecimiento de la política monetaria. No obstante, los mercados también sufrían la influencia de retiradas, previstas o continuas, de grandes cantidades de deuda del Estado en muchos de tales países. La reducción de la oferta de obligaciones del Estado respecto a una sólida demanda permanente de los inversores institu-

cionales actuó como freno de la subida de los tipos a largo plazo durante el primer semestre de 2000.

#### **... pero la volatilidad creció como respuesta a la preocupación por su liquidez.**

Al mismo tiempo, la rentabilidad fue haciéndose más volátil a medida que los agentes del mercado fueron sintiéndose incómodos por la fuerza de las presiones inflacionistas y reaccionaron ante diversos colapsos de la liquidez. Según el BIS, todo ello era en gran parte un reflejo de dos factores; 1) la retirada por parte de los intermediarios de una porción del capital creador de mercado que habían venido empleando para ofrecer liquidez, y 2) una mayor consciencia del riesgo de liquidez por parte de las instituciones financieras, que seguían las presiones financieras iniciales del mercado (2). La falta del citado capital y de actividad de arbitraje se puso de manifiesto a través de la creciente fragmentación de los mercados de bonos del Estado. Ello lo demuestra, por ejemplo, el hecho de que la prima de los bonos del Tesoro de Estados Unidos aumentara significativamente durante el primer trimestre de 2000. La cotización *swap* de los bonos del estado de Estados Unidos llegó a los niveles más altos que se habían alcanzado en más de una dé-

GRÁFICO 5  
TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO DE REFERENCIA



Fuente: Reuters.

cada. Asimismo, los indicadores del arbitraje de la curva de rendimiento, entre los que se cuenta la desviación estándar de los diferenciales de rendimiento, subieron de forma significativa en Estados Unidos y en la zona euro, tanto en 1999 como en la primera mitad de 2000.

#### **La emisión de obligaciones privadas se mantuvo con solidez ...**

Por otra parte, tanto en Europa como en Estados Unidos, la emisión de obligaciones del sector privado siguió batiendo récords. En 1999 se emitieron en los mercados estadounidenses títulos de deuda del sector privado por un valor próximo a un billón de dólares, dirigidos al mercado nacional, casi la mitad de los cuales fueron obligaciones de empresas. En Europa (3), el total de emisiones se situó por encima de los 750.000 millones de dólares y, por cuanto respecta a la zona euro, siguió aumentando a principios del año 2000 (gráfico 6). Hay que señalar, no obstante, que la mayoría de los títulos de deuda de la zona euro vencían a corto plazo.

#### **... y contribuyó a ampliar los diferenciales de rendimiento.**

La concurrencia de una menor oferta de bonos del Estado y un incremento desenfrenado de la emisión de títulos privados de renta fija han contribuido a un

cambio de los precios relativos. A finales de la primavera, los diferenciales de rentabilidad entre los bonos de menor demanda y los bonos del Tesoro de Estados Unidos se aproximaban a los niveles que habían alcanzado como consecuencia de la crisis de la LTCM. Más sorprendente aún fue el hecho de que los márgenes de los títulos de mayor demanda alcanzaran su nivel más elevado desde 1987. Una serie de factores adicionales vino a influir en la ampliación de los diferenciales respecto a los bonos empresariales. Así, por ejemplo, desde el punto de vista del mercado de renta variable, las perspectivas de numerosas empresas parecían ciertamente inciertas. La volatilidad implícita que deriva de las opciones de renta fija alcanza en muchos casos su máximo nivel desde hace décadas, y en el caso de algunas empresas relacionadas con internet supone índices próximos al 100 por 100. Además, la demanda de los planes de inversión colectiva especializados en bonos de empresas ha caído recientemente como consecuencia de que varios fondos de inversión de ese sector presentaron una rentabilidad negativa.

#### **IV. FINANCIACIÓN INTERNACIONAL Y VALORES DE RENTA FIJA**

##### **Fuertes emisiones de valores internacionales ...**

Según los datos que ofrece el BIS, los bancos han venido realizando fuertes inversiones en valores inter-

**CUADRO NÚM. 2**  
**CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE LA EMISIÓN NETA**  
**EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE VALORES DE RENTA FIJA (1)**  
**(En miles de millones de dólares)**

	1998	1999	1999				2000	Acciones a finales de marzo de 2000
	Año	Año	Primer trimestre	Segundo trimestre	Tercer trimestre	Cuarto trimestre	Primer trimestre	
<b>Total de emisiones netas</b> .....	<b>681,5</b>	<b>1.225,2</b>	<b>307,8</b>	<b>363,1</b>	<b>342,0</b>	<b>212,2</b>	<b>266,0</b>	<b>5.580,0</b>
Instrumentos del mercado monetario (2)	9,8	68,6	35,1	-8,0	22,8	18,7	3,4	263,0
Bonos y pagarés (2) .....	671,1	1.156,5	272,7	371,1	319,2	193,5	262,7	5.317,0
Países desarrollados .....	575,3	1.149,3	284,2	333,9	331,3	199,9	241,1	4.701,1
Zona euro .....	211,0	493,9	116,2	143,7	137,4	96,5	119,8	1.840,6
Japón .....	-17,4	4,1	0,0	2,4	7,0	-5,3	-13,2	322,3
Estados Unidos .....	280,4	484,5	129,8	141,1	131,5	82,1	88,1	1.394,5
Centros <i>offshore</i> .....	10,0	15,7	7,4	0,9	3,0	4,5	0,7	75,3
Otros países .....	40,2	35,5	2,6	21,7	2,0	9,1	20,0	425,8
Instituciones internacionales .....	56,0	24,7	13,6	6,7	5,7	-1,3	4,2	377,8
Dólar estadounidense .....	410,4	546,2	157,2	172,2	142,1	74,7	122,1	2.634,2
Yen .....	-26,8	-5,8	-11,9	-1,8	8,1	-0,2	-1,2	531,6
Monedas de la zona euro .....	224,2	576,0	138,5	152,5	164,8	120,3	121,4	1.650,5
Otras monedas .....	73,6	108,8	24,1	40,2	27,1	17,4	23,8	763,7
Sector privado .....	503,2	1.011,6	242,2	278,5	310,1	180,9	201,0	4.094,4
Instituciones financieras (3) .....	370,0	658,9	171,7	168,3	196,3	122,5	162,4	2.717,1
Emisores empresariales .....	133,2	352,7	70,4	110,1	113,8	58,3	38,6	1.377,4
Sector público (4) .....	122,3	188,8	52,1	78,0	26,2	32,6	60,8	1.107,8

(1) Datos del flujo de bonos, instrumentos del mercado y pagarés internacionales. Los cambios en las cantidades en circulación excluyen la valoración de los tipos de cambio.

(2) Excluyendo los pagarés emitidos por personas no residentes en el mercado nacional.

(3) Bancos comerciales y otras instituciones financieras.

(4) Excluyendo instituciones internacionales.

Fuente: BIS Quarterly Review.

nacionales de renta variable, tanto en 1999 como a principios de 2000, mientras que sus créditos (hasta finales de 1999) mostraban un crecimiento considerablemente inferior. Tales inversiones han servido para moderar los diferenciales respecto al crédito de los mercados de renta fija, fomentando de ese modo un cambio de los inversores internacionales, que han pasado de la financiación mediante préstamos a la financiación mediante la emisión de valores.

En lo que se refiere a la emisión de instrumentos internacionales de deuda, el primer trimestre de 2000 registró una modesta recuperación. Las emisiones netas trimestrales, que habían caído en el cuarto trimestre de 1999 previendo los problemas del efecto 2000, recuperaron un nivel ligeramente inferior al alcanzado el año anterior (cuadro núm. 2). La emisión de valores estuvo dominada por las instituciones financieras y las agencias estatales. La emisión por parte de sociedades no financieras fue muy escasa. El alejamiento de los emisores empresariales se reflejó también en la composición por tipo de instrumentos, que mostró una creciente confianza en es-

tructuras de renta fija, en detrimento de las estructuras de renta variable o vinculadas a los valores de renta variable.

### **... en especial por parte de los emisores del sector financiero...**

Como es habitual, los bancos comerciales y otras instituciones financieras fueron los emisores más activos de obligaciones y pagarés internacionales durante el primer trimestre, representando el 62 por 100 de las emisiones netas. Las instituciones financieras alemanas y estadounidenses fueron las más activas en este sentido. A finales de marzo representaban el 24 por 100 y el 23 por 100, respectivamente, de los valores en circulación lanzados por tales entidades. En el caso de Alemania, la mayoría de las emisiones las realizaron los bancos, en especial los bancos estatales. Por otra parte, la fuerte emisión estadounidense la realizaron en gran parte instituciones no financieras. Los vehículos de "titulización" contribuyeron en gran medida a tales situaciones.

***... y también, de forma creciente, por parte de las economías emergentes.***

Las emisiones netas de las economías emergentes se mantuvieron en fase de crecimiento durante el primer trimestre de 2000, pasando de los 9.000 millones de dólares del último trimestre de 1999 a los 20.000 millones de dólares del primer trimestre de 2000. Los gobiernos centrales siguieron siendo los prestatarios más activos de los mercados internacionales, aunque, después de dos trimestres de reintegros netos, las emisiones netas de los prestatarios del sector privado también resultaron positivas. Como reflejo de la necesidad de financiar los crecientes déficit por cuenta corriente, los emisores del sector público hispanoamericano se mostraron especialmente activos en los mercados. Otro hecho a reseñar es que los países asiáticos volvieron a los mercados internacionales de deuda. Los reembolsos de los prestatarios asiáticos (exceptuando Japón) superaron en 1999 a las nuevas emisiones; sin embargo, en el primer trimestre de 2000 el aumento de las emisiones del sector privado dio lugar a una inversión de la situación. Concretamente, los flujos hacia las instituciones financieras coreanas alcanzaron su nivel más alto desde que se produjera la crisis, señalando una creciente confianza en las reformas en curso del sector financiero.

## **V. COREA: REESTRUCTURACIÓN DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN Y DE LOS MERCADOS FINANCIEROS**

***Los fondos coreanos de inversión se expandieron entre presiones financieras ...***

La crisis de Daewoo de julio de 1999 puso al borde del colapso a la totalidad del sistema financiero coreano y evidenció la necesidad de una reforma estructural de los mercados de renta fija y del sector de la inversión colectiva. Un caso a citar sería el de las prácticas de valoración empleadas en el sector de las sociedades de inversión inmobiliaria en valores de renta fija. Las autoridades habían ordenado en diciembre de 1998 que todos los fondos introdujeran la valoración actualizada antes de julio de 2000. Durante dicho período de gracia, los fondos existentes siguieron pujando agresivamente por nuevas inversiones que ofrecían una rentabilidad fija y aparentemente exenta de riesgos. Al bajar los tipos de interés desde sus altísimos niveles de principios de 1998, los inversores minoristas, las empresas no financieras y las instituciones financieras empezaron a colocar grandes sumas de dinero en los fondos de renta fija, en los que las prác-

ticas de valoración mantenían la rentabilidad por encima de los niveles del mercado. Los fondos gestionados por el sector se triplicaron, alcanzado la cifra de 255 billones de won en julio de 1999, casi el mismo importe de los depósitos bancarios, de los que 200 billones estaban invertidos en fondos de renta fija. Para mantener unos tipos superiores a los del mercado y captar nuevas inversiones, las ganancias de capital de las cuentas antiguas se emplearon para aumentar los pagos a las cuentas más recientes, en tanto que los activos se movían entre las carteras. Al producirse una rápida alza de los mercados de renta variable y caer los tipos de interés, el sector de las sociedades de inversión mobiliaria pareció, en un primer momento, muy rentable en 1999, pero lo que llegó a ser casi un hundimiento para Daewoo cargó los fondos con grandes pérdidas no realizadas.

***... que, después de la crisis de Daewoo, puso en peligro la estabilidad del mercado de renta fija ...***

Preocupado por las consecuencias de una liquidación del sector, el gobierno coreano creó, en septiembre de 1999, un "Fondo de Estabilización del Mercado de Renta Fija" (BMSF), dotado de 20 billones de won aportados "voluntariamente" por bancos y compañías de seguros. El BMSF sólo compró papel de primera calidad para apoyar los precios de los valores de renta fija. Entre finales de agosto de 1999 y mediados de febrero de 2000 (cuando se permitió que los inversores retiraran el 95 por 100 de sus reclamaciones a Daewoo) los activos de los fondos de inversión en renta fija redujeron su valor desde 150 billones de won hasta 70 billones de won. Pese a la liquidación a gran escala de activos, la rentabilidad del papel del Estado se redujo de forma significativa durante el segundo semestre de 1999, una época de grandes compras del BMSF. En los meses posteriores, el mercado de renta fija se estabilizó cuando los inversores adquirieron voluntariamente valores de renta fija con una alta calificación y las compras del BMSF se redujeron al mínimo. No obstante, el BMSF compró nuevos activos por valor de 2,4 billones de won en la época inmediatamente anterior a la fecha de amortización en el mes de febrero.

***... y provocó medidas correctoras.***

El BMSF se liquidó al finalizar el primer trimestre de 2000 y los participantes obtuvieron ganancias sobre sus inversiones. Por último, para obtener liquidez, se permitió que las sociedades de inversión mobiliaria en renta fija vendieran 18,5 billones de won de Daewoo a la Korea Asset Management Company (KAMCO) en



enero de 2000 por alrededor de un 35 por 100 de su valor nominal. KAMCO empleará tales activos para crear fondos de renta fija de alto rendimiento que se ofrecerán al público.

### **Era preciso prestar ayuda a las SC ...**

Las citadas medidas lograron estabilizar los mercados de renta fija, pero seguía cuestionándose la solvencia de las restantes sociedades de inversión mobiliaria. El déficit de solvencia de dos sociedades de cartera (SC) supervivientes causó preocupación a finales de 1999, en especial al no estar ninguna de ellas vinculada con otras instituciones que pudieran ayudarlas a superarlo. Las autoridades aceptaron responsabilizarse de parte del pasivo de dichas empresas e inyectaron en ellas 3 billones de won en diciembre de 1999 y, posteriormente, a finales de mayo de 2000, anunciaron que se les inyectarían otros 5 billones de won. Estas dos instituciones se sometieron a planes de rehabilitación que incluían la conversión de cada una de ellas en una sociedad de valores y en una sociedad de gestión de inversiones, una reducción de su personal y la posibilidad de constituir sociedades estratégicas con gestores de activos extranjeros.

### **... pese a que el alcance de los problemas de las SGSC siga sin estar claro.**

Los fondos gestionados por las sociedades de gestión de sociedades de cartera (SGSC) los comercializan otras instituciones financieras, habitualmente sociedades de valores que, a su vez, suelen estar afiliadas a *chaebols* (grandes consorcios de empresas coreanas). En 1999 había 18 SGSC operativas. Las autoridades decidieron que los déficit de los pagos a los inversores se distribuyeran entre la SGSC y la institución que comercializaba sus fondos, en proporción a sus porcentajes de las comisiones de venta del fondo (4). Cuando una SGSC suspendía pagos, la institución que distribuía sus fondos debía hacerse cargo del total de las pérdidas. Si no podía, los grupos industriales afiliados se hacían cargo de ellas. El gobierno

aceptaba la responsabilidad final del reembolso a los inversores no financieros. La extensión del déficit de solvencia y sus consecuencias sobre las SGSC, las sociedades de valores y las empresas industriales afiliadas resultan evidentes desde julio de 2000.

## **VI. JAPÓN: FUSIONES BANCARIAS**

### **Ciertos nubarrones sobre la rentabilidad de los bancos japoneses...**

La debilidad de los índices de los valores japoneses durante el segundo trimestre de 2000 se ha venido a sumar a los problemas del sector bancario nacional. Los grandes bancos, en general, recuperaron su rentabilidad en el año financiero 1999-2000, debido en gran medida a las ganancias de sus importantes participaciones accionariales. Si se produjeran nuevas caídas de los valores de renta variable, los bancos se enfrentarían a nuevas presiones renovadas para mejorar sus ganancias básicas. Además, los bancos están expuestos a un sector empresarial fuertemente apalancado. Cuando suben los tipos de interés japoneses, se espera que las empresas se enfrenten a problemas financieros, y es probable que aumente su porcentaje de impagados.

### **... dieron lugar a una oleada de fusiones ...**

Los bancos respondieron a estas presiones iniciando una oleada sin precedentes de fusiones y adquisiciones. Tratando de mejorar su rentabilidad a través de un proceso de racionalización y de aprovechamiento de efectos sinérgicos, once de los mayores bancos japoneses han hecho públicos sus planes de combinar sus actividades para crear cuatro nuevas empresas bancarias. Clasificados por activos, tres de esos bancos figurarán entre los cinco mayores bancos del mundo, y el mayor, Mizuho (que reúne a Fuji Bank, Dai-ichi, Kangyo Bank e Industrial Bank of Japan), se convertirá en el mayor de todos ellos (cuadro número 3).

**CUADRO NÚM. 3  
FUSIONES PREVISTAS DE BANCOS JAPONESES**

<i>NOMBRE DEL GRUPO</i>	<i>BANCOS QUE SE FUSIONAN</i>	<i>FECHA ANUNCIADA</i>	<i>ACTIVOS CONJUNTOS A FINALES DE MARZO DE 2000 (Billones de yenes)</i>
Mizuho	IBI, DKB, Fuji	20 agosto 1999	142(*)
Sumitomo Mitsui	Sumitomo, Sakura	14 octubre 1999	98
Se hará público	Sanwa, Tokai	14 marzo 1999	78
Mitsubishi Tokyo Financial Group	Bank of Tokyo-Mitsubishi, Mitsubishi Trust, Nippon Trust, Tokyo Trust	19 abril 2000	91(*)

(\*) Finales de marzo de 1999.

Fuente: *The Economist* y OCDE.

**... que los mercados no recibieron con excesivo entusiasmo.**

Sin embargo, hasta el presente, tales esfuerzos han sido recibidos con frialdad por los mercados financieros. Los precios de las acciones bancarias llegaron a su máximo en el cuarto trimestre de 1999, pero desde entonces han bajado un promedio de casi un 30 por 100. Los analistas, y repetidos informes de la prensa, han criticado los esfuerzos que se vienen realizando para combinar las operaciones bancarias, por considerarlos demasiado lentos y tímidos de acuerdo con las normas internacionales. Por ejemplo: recientemente se ha estimado que la integración prevista de los sistemas de los bancos japoneses fusionados requerirá un tiempo tres veces mayor que el que sería preciso si fusiones similares se produjeran en Estados Unidos (5). Circulan, por otra parte, ciertos informes en los que se afirma que un total de doce bancos fusionados tratan de mantener su autonomía operativa dentro de la nueva estructura, lo que, de ser cierto, haría que resultara ex-

cepcionalmente difícil obtener los necesarios beneficios de productividad.

#### NOTAS

*Nota del editor.* Título original: "Highlights of Recent Trends in Financial Markets", en OCDE, *Financial Market Trends*, nº 76, junio de 2000, págs. 7-21. Traducción de DIORKI, revisada por el Departamento de Sistema Financiero de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social (FUNCAS).

(1) Las cifras referidas a Europa y Estados Unidos no pueden compararse directamente. En particular, las cifras europeas incluyen un alto porcentaje de préstamos para financiar OPA presentadas por ejecutivos de empresas.

(2) BIS, *Memoria Anual* de 2000.

(3) En torno al 75 por 100 de dichas emisiones fueron internacionales. No obstante, con la llegada de la zona euro, la distinción entre emisiones nacionales e internacionales europeas ha perdido gran parte de su significado.

(4) De hecho, debido en parte a los ingresos derivados de los certificados de la comercialización de las SGSC, las sociedades de valores obtuvieron un récord de beneficios en 1999. Así pues, el conjunto del sector mantenía fondos suficientes para superar el déficit de solvencia.

(5) *The Economist*, 27 de mayo de 2000.