

VI. Los mercados financieros

Aspectos más destacados

La característica más sobresaliente de los mercados financieros internacionales en 2002 fue una nueva pérdida de confianza por parte de los inversionistas. En unos mercados ya de por sí debilitados por el descubrimiento de irregularidades contables en algunas empresas y por cierto pesimismo sobre la recuperación económica, se produjo una serie de acontecimientos preocupantes, entre los que el más destacado fue la corrección de los resultados financieros de WorldCom, una importante empresa de telecomunicaciones estadounidense. Estas pérdidas de confianza no sólo prolongaron la caída del mercado mundial por tercer año consecutivo, aumentando las primas de riesgo en los mercados bursátiles, sino que también causaron pérdidas superiores a las registradas en los dos años anteriores. Sin embargo, los inversionistas recuperaron parte de sus pérdidas cuando en la primavera de 2003 los mercados bursátiles comenzaron su ascenso.

El mercado de bonos de empresas siguió durante un tiempo la tendencia del mercado bursátil y sucumbió a la pérdida de confianza. A mediados de 2002, los diferenciales crediticios aumentaron hasta alcanzar niveles que no se habían observado desde hacía diez años. Las desfavorables condiciones crediticias condujeron, en la segunda mitad del año, a una notable caída de la obtención de financiación por parte de las empresas. Los esfuerzos realizados por las sociedades para fortalecer sus balances y corregir los excesos acumulados durante el auge del mercado bursátil redujeron aún más las emisiones. Tales esfuerzos contribuyeron a restablecer la confianza en los mercados de crédito, en un momento en el que los inversionistas buscaban una mayor rentabilidad que la ofrecida por los mercados de deuda pública. Por consiguiente, el mercado de bonos corporativos experimentó una sólida recuperación hacia finales de 2002, que se mantuvo hasta bien avanzada la primera mitad de 2003.

Durante el periodo examinado, la volatilidad de los principales mercados financieros se extendió a los mercados emergentes. Aunque los acontecimientos políticos locales también ocuparon lugar destacado, los cambios en la aversión al riesgo de los inversionistas internacionales parecían influir en ocasiones más que estos acontecimientos. A mediados de 2002, los países fuertemente endeudados perdieron acceso a los mercados internacionales de deuda, e incluso los créditos de mejor calidad sufrieron un aumento en sus diferenciales. El alejamiento por parte de los inversionistas de los activos de peor calidad disminuyó considerablemente a principios de 2003, cuando comenzaron a buscar activos de mayor rendimiento, pero las condiciones crediticias permanecieron vulnerables a los contratiempos en la aplicación de las políticas anunciadas.

Los mercados de la vivienda no parecen haberse visto afectados por estos acontecimientos mundiales. En muchos casos, los precios mostraron una fuerza sorprendente tres años después de que los precios del mercado bursátil alcanzaran su nivel máximo, mientras que en el pasado, habían mostrado una tendencia a la baja aproximadamente dos años después de haberse alcanzado un máximo en dicho mercado. Sin embargo, durante esos episodios previos las autoridades monetarias habían subido a menudo los tipos de interés en un intento de contener la inflación, mientras que recientemente, al no ser la inflación un factor tan relevante, los bancos centrales han bajado considerablemente los tipos de interés oficiales, favoreciendo así los precios de la vivienda.

Las curvas de rendimientos y el panorama macroeconómico

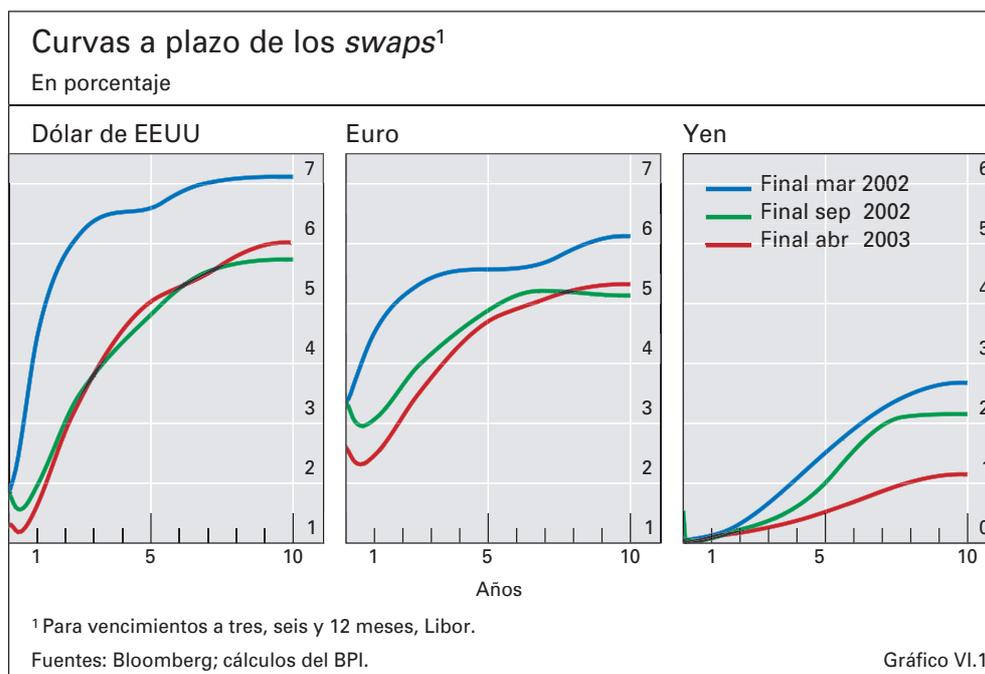
Los inversionistas en los mercados de renta fija tienden a prestar más atención a los datos macroeconómicos que aquellos que invierten en los mercados bursátiles. Tras cada anuncio importante de datos, revisan su análisis no sólo de la situación de la economía mundial, sino también de la posible reacción de los bancos centrales. Dado que unas veces se muestran optimistas y otras pesimistas sobre variables fundamentales que no pueden observarse de forma inequívoca, las fluctuaciones del mercado podrían de este modo ejercer cierta influencia independiente en la economía. En los mercados de renta fija, donde mejor se perciben estos cambios de opinión es en los rendimientos y en las curvas a plazo de los mercados de *swaps*, que se están convirtiendo cada día más en los mercados que rigen los tipos de interés de referencia en las mayores economías.

Cambios en las expectativas

En el periodo examinado, los mercados de renta fija reflejaron las acusadas revisiones a la baja en las expectativas de crecimiento económico. Durante 2001 y principios de 2002, las pendientes de las curvas a plazo de los *swaps* habían continuado su ascenso, reflejando el optimismo reinante acerca de la inminencia de la recuperación mundial. Sin embargo, en abril de 2002, estas curvas comenzaron a aplanarse en los mercados de títulos denominados en dólares y en euros, indicando un cambio en las expectativas de los inversionistas acerca de la recuperación. Las pendientes de estas curvas continuaron cayendo durante los seis meses siguientes (véase el Gráfico VI.1), reflejando una continua disminución del optimismo sobre las perspectivas de la economía mundial. Este cambio de opinión, en un momento en el que la economía estaba mostrando mayor fuerza, fue sorprendente. Las curvas de los mercados de Estados Unidos y de Europa se mantuvieron dentro de un estrecho intervalo entre octubre de 2002 y febrero de 2003. En cambio, la curva a plazo de los *swaps* de Japón se desplazó significativamente hacia abajo durante ese mismo periodo, en parte debido a que los retrasos en la introducción de reformas financieras parecen haber reducido las probabilidades de una recuperación económica en el corto plazo. En marzo, la caída de los precios del petróleo, coincidiendo con el comienzo de la

Las curvas de los *swaps* reflejan la percepción económica

En la primera mitad del periodo, disminuyó el optimismo

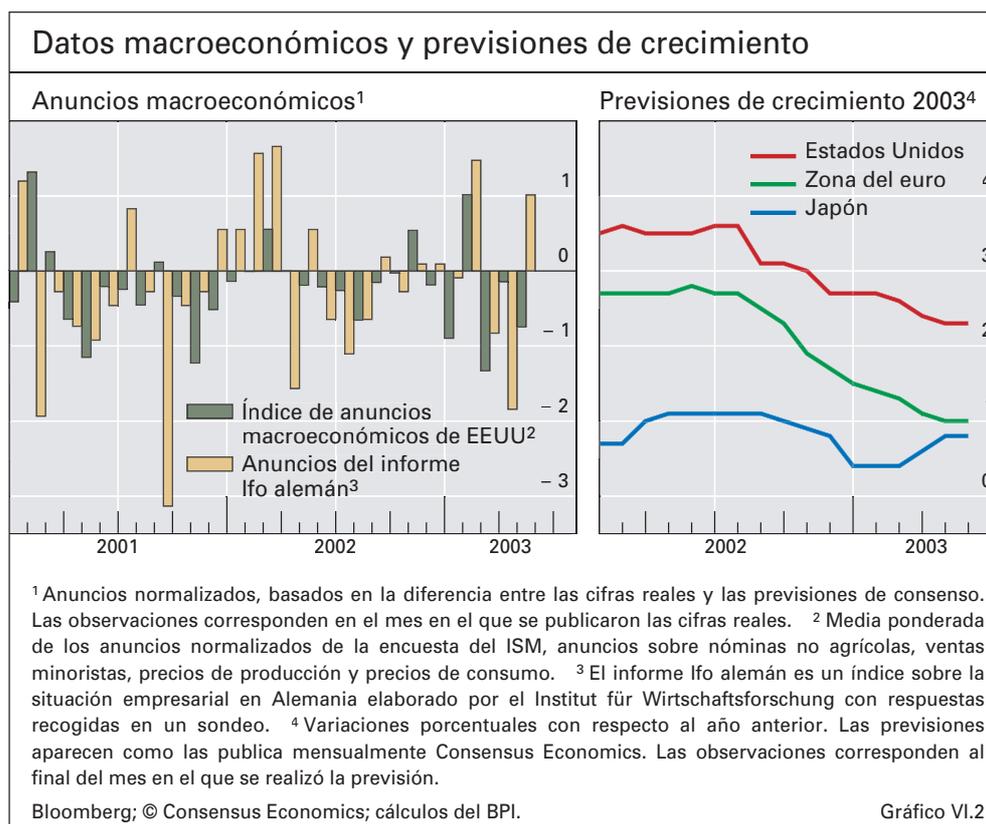


guerra de Iraq, parece haber devuelto cierto optimismo a los mercados de renta fija, elevando la pendiente de las curvas a plazo.

Este episodio muestra con qué facilidad pueden cambiar de opinión los inversionistas, incluso en un mercado tan fundamentado en cifras como lo es el mercado de renta fija. En el mercado de Estados Unidos, la decepcionante cifra sobre los bienes de consumo duradero publicada el 24 de abril de 2002 podría haber provocado el cambio inicial de percepción. Aunque ese dato normalmente no es un anuncio importante para los mercados de renta fija, los inversionistas esperaban en ese momento síntomas de aumento del gasto en inversión empresarial como factor determinante para la recuperación económica. En respuesta a los anuncios macroeconómicos posteriores, los agentes de mercado parecen haber concedido a los anuncios positivos menos importancia que a los negativos. Aunque los inversionistas en los mercados en euros tendieron a seguir los anuncios de Estados Unidos casi tanto como sus homólogos estadounidenses, la huelga convocada a principios de mayo por el sindicato alemán IG Metall fue sin duda alguna otro factor importante para la opinión de los mercados europeos. En junio y julio de 2002, los indicadores macroeconómicos confirmaron el debilitamiento de la economía mundial y no fue sino entonces cuando los economistas comenzaron a revisar a la baja sus proyecciones de crecimiento (véase el Gráfico VI.2). Aunque la mayor parte del cambio en las expectativas de los inversionistas ya se había producido en el mes de septiembre, las previsiones de crecimiento de las economías de Estados Unidos y de Europa continuaron revisándose a la baja hasta marzo de 2003.

Otro importante factor que influyó en las expectativas de los inversionistas fue la reacción de las autoridades monetarias. Los principales bancos centrales habían bajado drásticamente los tipos de interés oficiales en 2001 (véase el Capítulo IV) y la percepción de que el tono monetario

Una única cifra parece haber provocado el cambio de opinión

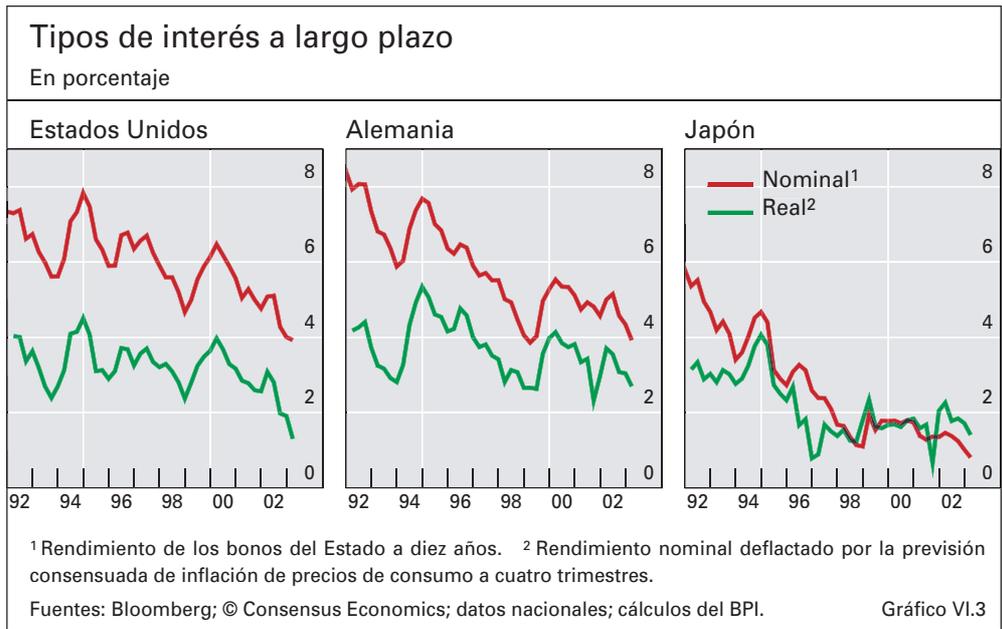


sería suficientemente expansivo podría haber sido el principal motivo de optimismo entre los inversionistas. Como indicaba la inclinación relativamente pronunciada de las curvas a plazo en su tramo inicial, a principios de 2002 ya se esperaba que las autoridades monetarias comenzaran a subir los tipos de interés posteriormente, en el transcurso del año. Sin embargo, al desaparecer el optimismo, las curvas a plazo mostraron pendientes cada vez más planas en su tramo inicial, indicando un aumento de las expectativas de una política monetaria más laxa. Sin embargo, no fue hasta noviembre, diciembre y enero cuando la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Inglaterra respectivamente bajaron uno tras otro sus tipos de interés oficiales. La sorprendente rebaja llevada a cabo por la Reserva Federal en noviembre fue una señal especialmente clara de que el banco central estaba dispuesto a tomar medidas drásticas para alcanzar sus objetivos, incluso con un tipo de interés objetivo que ya era del 1,75%.

Preocupación por los bajos rendimientos

La consiguiente caída de los rendimientos de los bonos hasta niveles históricamente bajos motivó una percepción inusual entre los inversionistas. Cuando los rendimientos a largo plazo registraron a principios de octubre el nivel mínimo de los últimos 40 años, algunos inversionistas comenzaron repentinamente a temer la aparición de una burbuja en el mercado de bonos. En ese momento, el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años era del 3,56% y el de los bonos correspondientes del Estado japonés era incluso inferior (véase el Gráfico VI.3). Sin embargo, con relación a los

La Reserva Federal envió una señal contundente en noviembre



tipos de interés a corto plazo, que estaban anclados a los tipos de interés oficiales, los rendimientos a largo plazo no resultaban incoherentes, pues parece que incorporaban las probables subidas de los tipos de interés a corto plazo. Por ejemplo, la curva a plazo derivada de los rendimientos estadounidenses era coherente con una subida de los tipos de interés a corto plazo de unos 100 puntos básicos en dos años. No obstante, un breve periodo de venta de bonos por parte de inversionistas preocupados contribuyó a un aumento de los rendimientos en octubre que no guardó relación alguna con las variables macroeconómicas fundamentales.

Los escasos rendimientos también provocaron una conducta sin precedentes entre los inversionistas de actitud típicamente conservadora, quienes mostraron una creciente disposición a adquirir bonos de mayor riesgo como una manera de obtener mayores rendimientos. Las posiciones en títulos del Estado y de agencias de elevada calificación en un momento de descenso de los tipos de interés habían proporcionado a estos inversionistas unos rendimientos excepcionalmente altos. Sin embargo, el rendimiento de los bonos había experimentado una caída tan pronunciada, tanto en términos nominales como reales, que parecía improbable que pudiera bajar aún más. De ahí se infirió que ya no se podrían obtener unos rendimientos tan altos con los instrumentos de mayor calidad. Estas condiciones hicieron que, especialmente hacia el final del periodo examinado, la deuda de mayor riesgo y rendimiento resultara atractiva para los inversionistas. Como se explicará más adelante, la creciente apetencia por el riesgo favoreció una mayor reducción de los diferenciales de los mercados de crédito, proporcionando a los prestatarios empresariales y a los de los mercados emergentes condiciones de financiación más favorables.

A través de esos canales, que conducían a unos tipos de interés a largo plazo inferiores a los que hubieran existido de otro modo, el pesimismo reinante en los mercados de renta fija puede haber contribuido al crecimiento

Los bajos tipos de interés llevaron a una búsqueda de rendimiento a escala mundial

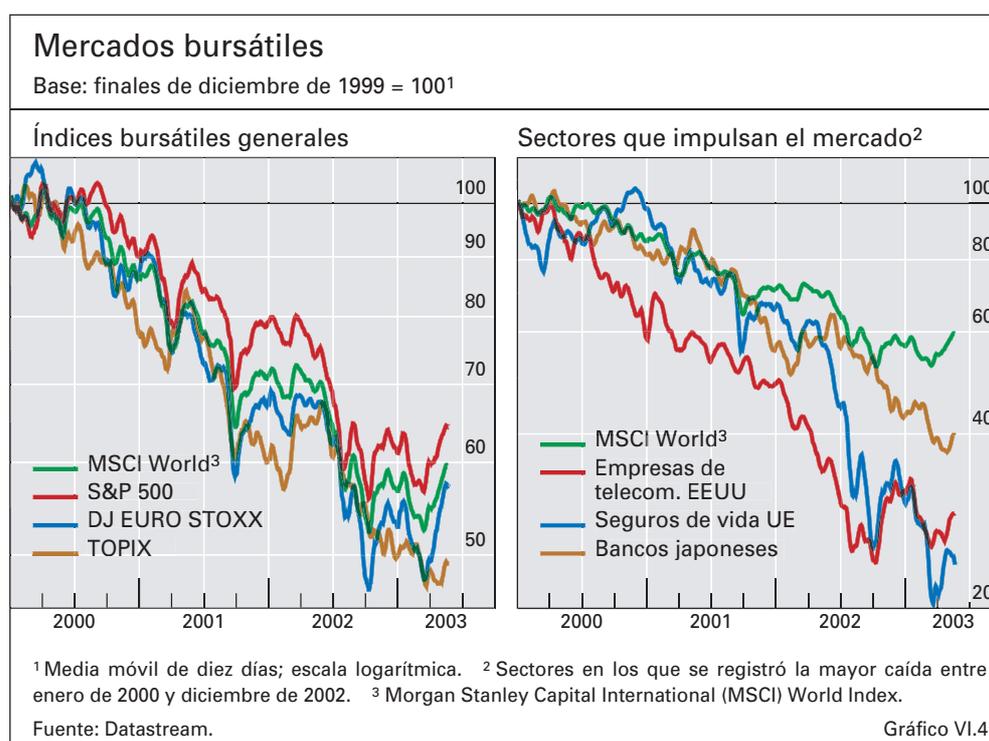
económico en 2002. Este efecto se produjo por una parte, a través de una búsqueda de rendimientos que favoreció a los prestatarios empresariales y a los de los mercados emergentes y por la otra, a través de la influencia de los tipos de interés en los precios de la vivienda, como se señala más adelante en este capítulo.

Los mercados bursátiles

Durante el periodo examinado, los inversionistas en mercados bursátiles aún estaban intentando lidiar con las secuelas de los excesos que habían acumulado en la última década. Las revisiones de las valoraciones durante el periodo examinado podrían haber estado motivadas no tanto por la información sobre los beneficios empresariales como por los acontecimientos que minaron la confianza de los inversionistas acerca de las perspectivas del sector empresarial en su conjunto. Especialmente significativos para los mercados fueron los acontecimientos que pusieron en entredicho la información que estaban recibiendo los inversionistas sobre las empresas. Nunca antes en los últimos años se había puesto tan en duda la integridad de los procedimientos contables y de notificación. Otros acontecimientos también contribuyeron a la incertidumbre sobre el estado subyacente de la economía. La consiguiente pérdida general de confianza fue extraordinaria durante este periodo y se tradujo en un notorio aumento de las primas de riesgo de las acciones y en un desplome paralelo de sus precios.

La caída de los precios de las acciones ocasionó pérdidas ingentes entre los inversionistas por tercer año consecutivo. Entre abril de 2002 y marzo de 2003, el índice MSCI World cayó un 23%, tras haber descendido ya un 31% en los dos años anteriores (véase el Gráfico VI.4). Las pérdidas registradas desde

La pérdida general de confianza fue extraordinaria

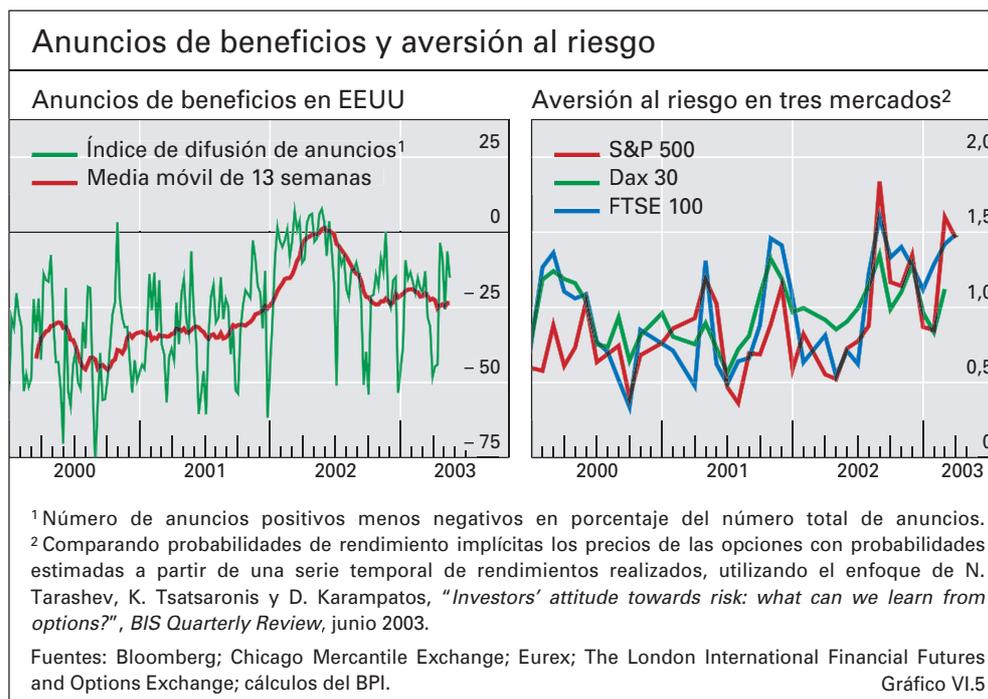


marzo de 2000 han volatilizado aproximadamente 13 billones de dólares de capitalización bursátil en todo el mundo. Durante ese mismo trienio, el índice S&P 500 cayó un 45%, reduciendo así la riqueza de los accionistas en una cantidad equivalente a la mitad del PNB de Estados Unidos en 2000. Los precios de las acciones europeas y japonesas bajaron aún más; el índice Dow Jones EURO STOXX perdió un 52% y el TOPIX un 50%. Sin embargo, la creencia de que la guerra de Iraq sería breve elevó los precios de las acciones en todo el mundo en marzo de 2003 y los informes favorables sobre los beneficios empresariales prolongaron esta subida durante abril y mayo, permitiendo a los inversionistas recuperar parte de sus pérdidas.

Información y aversión al riesgo

Los estudios financieros han demostrado que los precios de las acciones tienden a depender de los cambios en la aversión al riesgo por parte de los inversionistas. Esta dependencia resultó especialmente evidente durante el periodo examinado, cuando los inversionistas reaccionaron más ante acontecimientos que aumentaban la aversión al riesgo que ante anuncios sobre beneficios empresariales. Los precios de las acciones reanudaron su descenso a finales de mayo de 2002 en todo el mundo, aun cuando las señales más escrutadas sobre los beneficios empresariales sugerían una mejora de la situación (véase el Gráfico VI.5, panel izquierdo). Esta circunstancia se explica, a juzgar por los precios de las opciones sobre índices bursátiles (véase el Gráfico VI.5, panel derecho), por el hecho de que en este momento la aversión al riesgo de los inversionistas había reiniciado su ascenso. En general, como muestra la comparación entre los Gráficos VI.4 y VI.5, los periodos en los que los precios de las acciones cayeron vertiginosamente tendieron a coincidir con un aumento de esta medida de la aversión al riesgo.

Los precios de las acciones cayeron incluso cuando mejoraban las señales sobre los beneficios



El principal acontecimiento fue la actualización financiera de WorldCom

El periodo examinado fue especialmente agitado en lo que se refiere a acontecimientos que modificaron la aversión al riesgo por parte de los inversionistas. Justo cuando los agentes de los mercados parecían reponerse de las informaciones reveladas sobre la quiebra de Enron en diciembre de 2001, su confianza sufrió una serie de reveses. A finales de mayo y principios de junio de 2002, las advertencias sobre nuevos atentados terroristas y el aumento de las tensiones políticas entre la India y Pakistán provocaron grandes ventas en los mercados bursátiles. Sin embargo, el acontecimiento que marcó el periodo fue la corrección, el 25 de junio, de los resultados financieros obtenidos por WorldCom, una importante empresa de telecomunicaciones estadounidense, por un valor de 3.800 millones de dólares. Aunque la respuesta inmediata de los mercados no fue especialmente drástica, ese hecho parece haber condicionado las reacciones ante los acontecimientos posteriores. Pocos días después, el fabricante estadounidense de fotocopiadoras Xerox también revisó sus resultados financieros, al tiempo que un periódico francés afirmaba que la compañía mediática Vivendi Universal había inflado sus beneficios. Estos acontecimientos provocaron la mayor caída de los mercados bursátiles internacionales producida en dos meses consecutivos desde septiembre de 2001. Entre el 21 de mayo y el 23 de julio de 2002, el índice MSCI World cayó un 26%, retornando a niveles desconocidos desde 1997. A mediados de enero de 2003, los acontecimientos relacionados con Iraq también comenzaron a afectar enormemente a los mercados y en las cinco semanas siguientes el mercado estadounidense perdió un 12% de su valor y el europeo un 14%.

Compañías de seguros y bancos

Los flujos de ventas impredecibles provocaron una caída desproporcionada de los precios

En los mercados bursátiles europeos, lo que más conmocionó a los inversionistas fueron las pérdidas sufridas por las compañías de seguros. Estas pérdidas parecen haber sido la principal razón por la que los índices bursátiles generales europeos cayeron más que los de Estados Unidos. A diferencia de las compañías de seguros estadounidenses, las europeas habían destinado una gran parte de sus activos a la inversión en acciones, adoptando de hecho posiciones apalancadas en el mercado de valores. Por lo tanto, las caídas de los mercados generales en este periodo ocasionaron descensos incluso de mayores proporciones en los precios de las acciones de estas aseguradoras. Además, al aumentar las pérdidas en las posiciones en acciones, las normas reguladoras obligaron con frecuencia a estas compañías a liquidar sus carteras. La incertidumbre sobre las cantidades y el momento de las ventas tendió a precipitar la caída de los precios en el mercado en su conjunto. Las operaciones basadas fundamentalmente en la mera necesidad de liquidez (es decir, transacciones no basadas en información) provocaron una reacción desproporcionada de los precios ante los flujos de ventas impredecibles. Este fenómeno fue parecido al observado durante el desplome del mercado de valores en octubre de 1987 y a lo acontecido en los mercados de renta fija en 1998 con relación al fondo de cobertura Long Term Capital Management.

Los cambios en las expectativas sobre las tan esperadas reformas financieras alteraron la confianza del mercado de valores de Tokio. Especialmente en septiembre y octubre de 2002, los inversionistas vacilaron entre dos escenarios posibles con consecuencias muy diferentes para los precios de las acciones. En el caso preferido por los inversionistas, el Gobierno inyectaría capital a los bancos en dificultades comprando acciones en manos de estos bancos. Bajo la otra posibilidad de “aterrizaje forzoso”, la adopción de medidas más rigurosas exigiría una inyección de capital que acabaría llevando al Gobierno a asumir la gestión de los bancos. El primer escenario parecía más probable el 18 de septiembre, cuando el Banco de Japón anunció su intención de comprar acciones de empresas en manos de los bancos. El índice Nikkei 225 subió ese día un 2%. Sin embargo, el 30 de septiembre el otro supuesto se convirtió en la expectativa dominante cuando se nombró ministro de Finanzas a un partidario de la introducción de reformas enérgicas. La consecuencia fue una caída del índice Nikkei 225 del 11% en los 10 días siguientes.

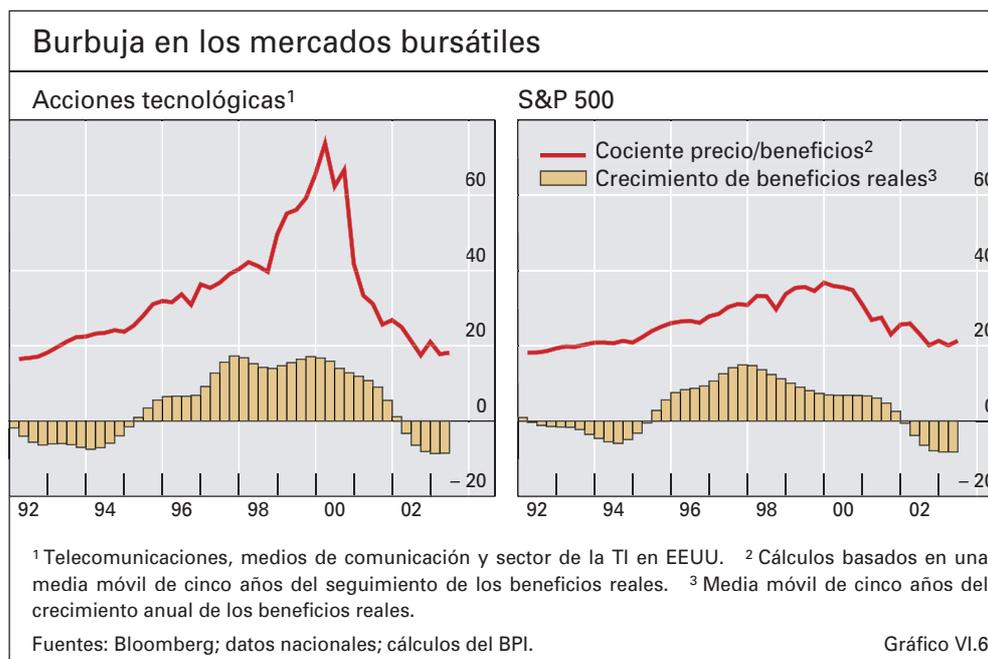
El Banco de Japón anunció un plan de compra de acciones

Las valoraciones y el lento estallido de una burbuja

La continua caída del precio de las acciones durante los tres últimos años puede caracterizarse como el estallido prolongado de la burbuja en los mercados bursátiles. La lentitud con la que se produjo el estallido sugiere que los inversionistas habían contado con poca información sobre las variables fundamentales para poder actuar con mayor decisión. Como ya se ha señalado, el papel de la confianza de los inversionistas en un mercado comenzó así a ganar calado. Las pérdidas de confianza se han producido en diferentes momentos según los sectores, dependiendo con frecuencia de acontecimientos inesperados. Al principio, los inversionistas perdieron la confianza en la capacidad del sector tecnológico para mantener unas elevadas tasas de crecimiento de los beneficios (véase el Gráfico VI.6), provocando así la caída del precio de las acciones. A mediados de 2002, la corrección de los resultados de WorldCom produjo un efecto parecido en el sector de las telecomunicaciones, lo que redujo los precios del conjunto del mercado bursátil. Como los inversionistas tendieron a revisar sus expectativas sector por sector, el mercado en su conjunto no se hundió al unísono.

La falta de información hizo que el colapso se prolongara

Las relaciones precio-beneficios dan una pista sobre la posible duración del deterioro. El alza en los mercados bursátiles mundiales en marzo de 2003 elevó aún más las valoraciones de las acciones por encima de sus niveles históricos. Basándose en la media móvil quinquenal de los beneficios, la relación precio-beneficios del índice S&P 500 fue de casi 22 en marzo, cifra significativamente superior a la media de 17 de 1961–95. Dado que este cálculo supone el retorno de los beneficios a su media de cinco años, se estarían sobreestimando las valoraciones actuales si los beneficios aumentaran con más vigor en una economía que se recuperara de una recesión. De hecho, los analistas prevén un fuerte crecimiento de los beneficios, y un cálculo basado en esta previsión reduciría la relación precio-beneficios a 16. Sin



embargo, en el pasado esas previsiones sobre beneficios han demostrado sistemáticamente ser demasiado optimistas.

Los mercados de crédito

El otrora resistente mercado de bonos de empresas se sumó al mercado bursátil, sucumbiendo también a la pérdida de confianza a mediados de 2002. Durante la mayor parte de 2001 y principios de 2002, el mercado de crédito fue la estrella del sistema financiero internacional. Los diferenciales de los bonos corporativos con calificación de grado de inversión, aunque eran amplios, habían oscilado dentro de una estrecha banda incluso cuando cayeron los mercados bursátiles. Sin embargo, entre finales de junio y mediados de octubre de 2002, los mercados de bonos de empresas de Estados Unidos y de Europa sufrieron una grave conmoción. Los prestatarios de mayor riesgo perdieron casi por completo el acceso a los mercados de bonos. El diferencial medio ponderado de los bonos BBB de siete a 10 años de empresas estadounidenses sobre los correspondientes títulos del Tesoro aumentó 130 puntos básicos, alcanzando un máximo de unos 400 puntos básicos. En Europa, los diferenciales de los bonos de empresas siguieron una pauta parecida (véase el Gráfico VI.7). Los diferenciales crediticios no habían aumentado tanto y tan rápido desde la crisis de los mercados financieros internacionales de 1998 y en los últimos 50 años los diferenciales de los bonos BBB nunca habían alcanzado niveles tan elevados. El consiguiente repunte en los mercados de crédito fue igualmente espectacular.

Un verano de conmociones

Paradójicamente, las ventas masivas en el mercado de bonos de empresas se produjeron en un momento en el que la calidad del crédito de las entidades no financieras daba muestras de estabilizarse o incluso de mejorar. La

La pérdida de confianza se extendió al mercado de bonos corporativos ...

...a pesar de los indicios de mejora de las variables fundamentales

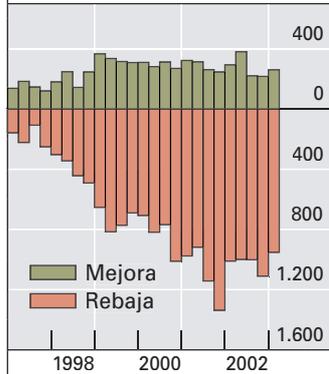


frecuencia de las revisiones a la baja de la calificación crediticia había alcanzado su máximo a finales de 2001 y comenzó a disminuir en 2002 (véase el Gráfico VI.8). Lo mismo ocurrió con la frecuencia de incumplimientos de los emisores con calificación. Los márgenes de beneficios experimentaron un modesto aumento en Estados Unidos y el Reino Unido, y lo hicieron en menor medida en la zona del euro y en Japón (véase el Capítulo II); además, las empresas empezaron a sanear sus balances (véase a continuación). Por lo tanto, no parece que las variables fundamentales expliquen por sí solas el aumento de los diferenciales crediticios de mediados de 2002.

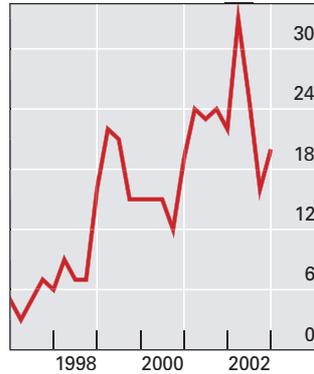
De hecho, los diferenciales crediticios y las variables fundamentales (en particular, las pérdidas esperadas por incumplimiento) no guardan nunca demasiada relación. En general, los diferenciales son varias veces más elevados de lo que implicarían las pérdidas esperadas por incumplimiento (véase el Gráfico VI.9). En frecuencias bajas, como las observaciones anuales, los diferenciales crediticios tienden a seguir la misma dirección que las probabilidades subyacentes de incumplimiento. Sin embargo, en frecuencias más altas, los diferenciales crediticios son mucho más volátiles que las probabilidades estimadas de incumplimiento, tanto si las estimaciones se

Calidad crediticia de las empresas

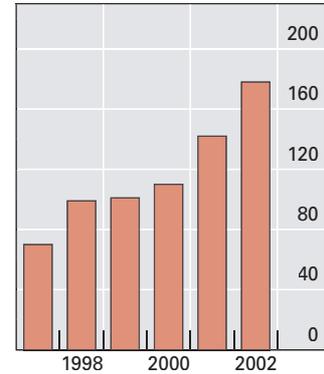
Cambios de calificación¹



Incumplimientos de empresas²



Ángeles caídos³



¹ Suma trimestral de las mejoras y las rebajas de la calificación crediticia de entidades no financieras realizada por Standard & Poor's. ² Suma trimestral de los incumplimientos de empresas como los define Standard & Poor's. ³ Valor facial de la deuda en forma de bonos de empresas calificadas inicialmente de primera calidad, pero cuya calificación se rebajó por debajo de BBB- durante el año, en miles de millones de dólares de EEUU.

Fuentes: Bloomberg; Standard & Poor's; cálculos del BPI.

Gráfico VI.8

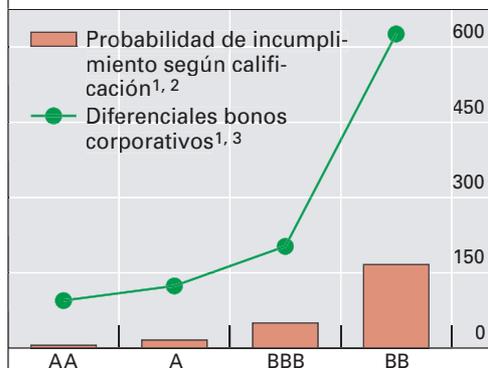
basan en calificaciones crediticias, que no son volátiles, como si lo hacen en los precios de las acciones, que sí lo son. Además, los diferenciales de las distintas empresas evolucionan al unísono más de lo que lo hacen las probabilidades de incumplimiento.

Un importante factor que explica la mayor variabilidad y correlación de los diferenciales crediticios son los cambios de actitud de los inversionistas frente al riesgo. Éstos demandan evidentemente una prima que sea superior

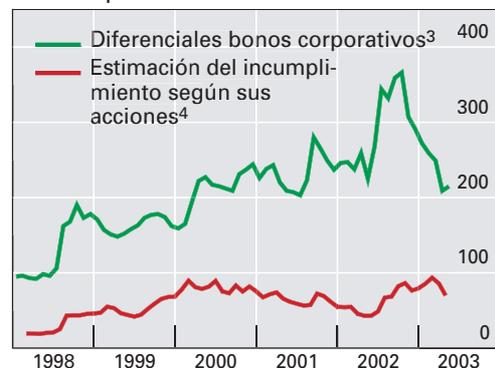
Valoración del riesgo de incumplimiento de las empresas

En puntos básicos

Empresas de EEUU según calificación crediticia



Empresas BBB de EEUU a lo largo del tiempo



¹ Media del periodo 1998–2002. ² Probabilidad de incumplimiento en el plazo de un año como la calcula por Standard & Poor's. ³ Diferencial (ajustado a las opciones) de los bonos de empresas de EEUU con vencimientos de entre cinco y siete años. Para los bonos BB, todos los vencimientos. ⁴ Frecuencia esperada de incumplimiento como la calcula KMV.

Fuentes: Bloomberg; KMV; Merrill Lynch; Standard & Poor's Creditpro; cálculos del BPI.

Gráfico VI.9

a las pérdidas esperadas por incumplimiento, quizás para compensar la dificultad que conlleva diversificar riesgos con escasa probabilidad de sufrir grandes pérdidas, lo que en la práctica genera incertidumbre acerca del momento en que puede producirse el incumplimiento y de la gravedad de las pérdidas en ese caso. Esta prima puede fluctuar independientemente de los cambios en las variables fundamentales. Por ejemplo, las preferencias subyacentes de los inversionistas por el riesgo podrían variar con el tiempo o los cambios de la composición de los agentes del mercado podrían alterar la aversión efectiva de los inversionistas al riesgo. Por último, los sistemas de gestión del riesgo podrían dar lugar a un comportamiento en el mercado de hecho similar al que implica un aumento de la aversión al riesgo.

Escasa relación entre los diferenciales crediticios y las probabilidades de incumplimiento

Al igual que ocurrió en los mercados bursátiles, la prima de riesgo exigida por los inversionistas en los mercados de crédito parece haber aumentado a mediados de 2002. El ajuste del precio del riesgo crediticio afectó especialmente a los “ángeles caídos”, como WorldCom y el fabricante francés de telecomunicaciones Alcatel, sociedades cuya deuda se había calificado de grado de inversión pero se rebajó por debajo de BBB- posteriormente. Entre los más afectados figuran grandes prestatarios que corrían el riesgo de convertirse en ángeles caídos, como Ford y Tyco, el conglomerado con sede en Bermudas. En ocasiones, estas empresas vieron cómo sus diferenciales se disparaban al optar los inversionistas por títulos cuya calificación consideraban menos susceptible de ser revisada a la baja.

Esta revisión de los precios del riesgo fue provocada por pérdidas inesperadamente cuantiosas en las carteras de deuda cuya calificación se rebajó. En concreto, la experiencia de los inversionistas con WorldCom les llevó a mostrarse reacios a mantener grandes posiciones con ángeles caídos reales o potenciales. Los inversionistas que buscaban altos rendimientos y que habían comprado deuda de WorldCom tras rebajarse su calificación a BB en mayo, para acabar incurriendo en enormes pérdidas cuando la empresa actualizó sus cuentas en junio, se mostraron reacios a comprar deuda de otros ángeles caídos. Al mismo tiempo, los inversionistas institucionales, muchos de los cuales están obligados por ley a mantener únicamente títulos con calificación de grado de inversión, redujeron sus tenencias de créditos que corrieran el riesgo de convertirse en ángeles caídos.

Las enormes pérdidas de los “ángeles caídos” provocaron una revisión del precio del riesgo

El enorme volumen de deuda recalificada a la baja en 2002 aumentó el desequilibrio entre la oferta y la demanda de créditos de menor calidad. Algunos de los ángeles caídos reales y potenciales se encontraban entre los mayores emisores empresariales de los mercados de Estados Unidos y Europa; WorldCom debía por sí solo 30.000 millones de dólares. En total, cerca de 180.000 millones de dólares de deuda calificada anteriormente de grado de inversión se rebajaron a deuda de alto rendimiento o deuda con riesgo de incumplimiento en 2002, cifra que representa nada menos que una cuarta parte de la deuda especulativa pendiente a finales de 2002 (véase el Gráfico VI.8).

Otra de las causas de la conmoción que sufrieron los mercados crediticios a mediados de 2002 fue la preocupación por los pasivos de los planes de pensiones insuficientemente capitalizados. El descenso de los precios de las acciones que comenzó en el año 2000 infligió enormes pérdidas en los planes

de pensiones de prestaciones definidas que habían destinado grandes porcentajes de sus carteras a inversiones en acciones (véase el Capítulo VII). En octubre de 2002, Standard & Poor's revisó a la baja la calificación crediticia de algunas sociedades estadounidenses debido, en parte, a las dimensiones de la insuficiencia de capitalización de sus planes de pensiones. A principios de 2003, esa agencia rebajó la calificación de algunas empresas europeas por la misma razón.

Los prestatarios empresariales empezaron a sanear sus balances

Fuerte subida de los precios en los mercados de crédito a partir de octubre de 2002 ...

A partir de mediados de octubre de 2002, las condiciones crediticias mejoraron en general. Aunque los precios de las acciones cayeron en los primeros meses de 2003, los precios de los bonos con grado de inversión y los de alto rendimiento continuaron subiendo. Los diferenciales de los bonos BBB de empresas estadounidenses se redujeron 130 puntos básicos entre principios de octubre y finales de 2002 y otros 70 puntos básicos en los cuatro primeros meses de 2003.

Al igual que el aumento de la prima de riesgo que habían solicitado los inversionistas en los mercados de crédito explicaba gran parte del aumento de los diferenciales, la reducción de la prima de riesgo dirigió en gran medida el estrechamiento inicial de los mismos. La subida de los precios en los mercados de crédito estuvo protagonizada inicialmente por los mismos ángeles caídos cuyos diferenciales se habían disparado anteriormente. Los inversionistas, atraídos por los precios reducidos, compraron la deuda de empresas que tuvieran activos vendibles o planes de reestructuración prometedores. La oferta realizada en noviembre por HSBC para adquirir Household International, una gran compañía estadounidense de financiación a los consumidores que en ese momento tenía más difícil el acceso a los mercados de capitales, contribuyó a reforzar la confianza de los inversionistas sobre las perspectivas de otras empresas que se encontraban en difíciles condiciones de financiación.

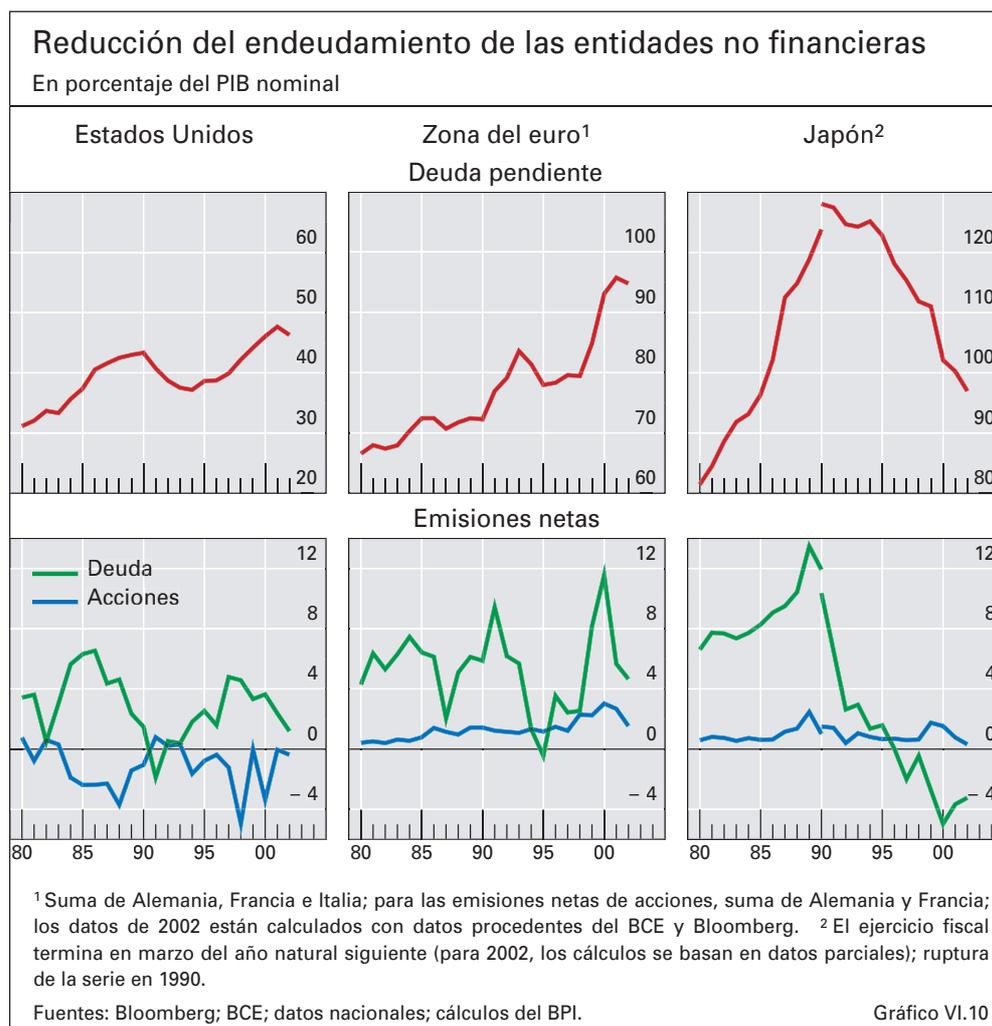
El reconocimiento del progreso realizado por las empresas para sanear sus balances prolongó la recuperación de los mercados de crédito en 2003. En 2001, las compañías ya habían comenzado a reforzar sus balances, pero este saneamiento había consistido en su mayor parte en una reorganización más que en una reducción de sus pasivos. Las sociedades habían aplazado el vencimiento de su deuda con el fin de reducir su exposición al riesgo de liquidez. Además, las caídas en la inversión de capital habían contribuido a estabilizar los niveles de deuda de las sociedades estadounidenses y europeas tras varios años de grandes aumentos del endeudamiento (véase el Gráfico VI.10). En Estados Unidos, las empresas también habían reducido sus recompras de acciones, que se habían disparado a finales de los años 90.

... como consecuencia del saneamiento de los balances de las empresas

En 2002, la reestructuración de las empresas dio muestras de acelerarse. Las empresas que habían aumentado su endeudamiento durante los años de expansión, bien comprando activos que ahora valían considerablemente menos o bien recomprando acciones a precios inflados, intensificaron sus esfuerzos por reforzar sus balances. Los mayores ángeles caídos profundizaron más en el proceso de reestructuración, debido a sus dificultades

para refinanciar las obligaciones que iban venciendo ante la enorme disminución de la demanda de su deuda por parte de los inversionistas. Como consecuencia del debilitamiento de la demanda de financiación y del cierre casi total del mercado de bonos de empresas a mediados de 2002, la emisión neta de deuda de las empresas estadounidenses cayó en 2002 hasta situarse en el nivel más bajo registrado desde hacía casi diez años, aunque se mantuvo en niveles positivos. El endeudamiento de las empresas europeas también disminuyó y las compañías japonesas amortizaron de nuevo sus deudas, continuando así un proceso que había comenzado diez años antes.

Aunque las empresas que necesitan sanear sus balances obtienen generalmente capital en acciones, la prolongada caída de los precios de la renta variable hizo que esta vía fuera poco atractiva. Por lo tanto, a diferencia del periodo de reducción del endeudamiento de principios de los años 90, la emisión neta de acciones permaneció débil en 2002 (véase el Gráfico VI.10). Aun así, algunas empresas retornaron a los mercados bursátiles. Algunas compañías de seguros europeas emitieron *warrants* que conferían a los accionistas el derecho a comprar nuevas acciones con un gran descuento. Los bancos japoneses emitieron nuevas acciones ordinarias y preferentes a principios de 2003, en parte destinadas a grupos relacionados

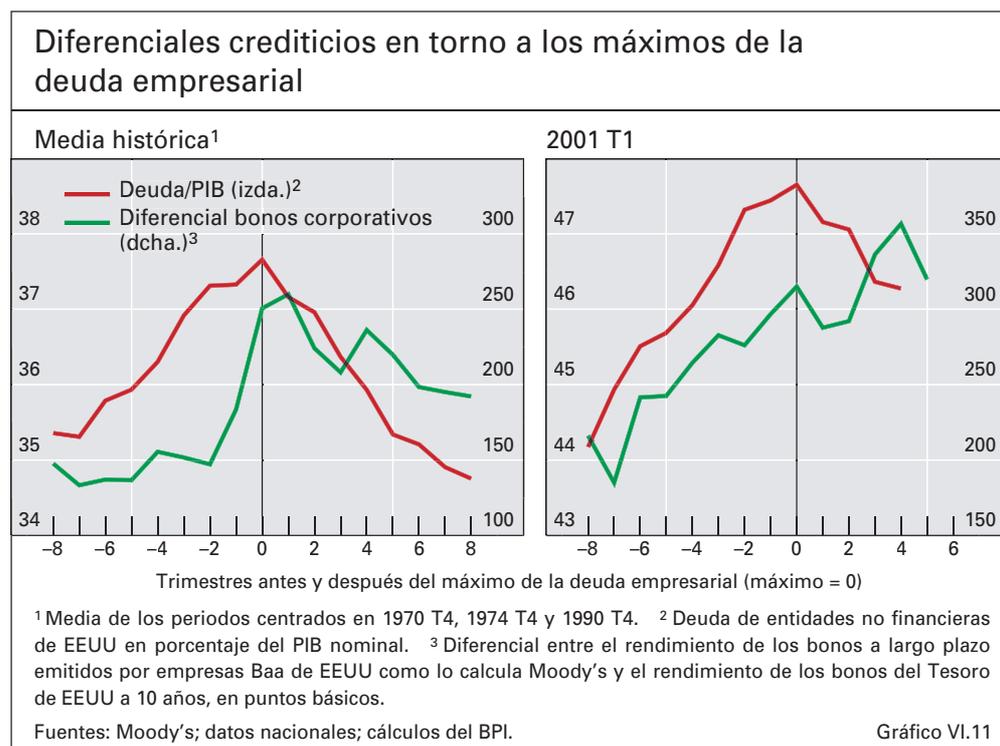


(véase el Capítulo VII). Entre estas emisiones figura la mayor oferta de acciones ordinarias por parte de una empresa privada en Japón y la primera por parte de un banco japonés desde los años 80. Otras empresas vendieron bonos convertibles sólo redimibles en acciones.

Los inversionistas al principio tardaron en recompensar a las empresas por los esfuerzos realizados para reducir su endeudamiento. En claro contraste con episodios anteriores de reestructuración empresarial, los diferenciales crediticios continuaron aumentando en 2002 incluso después de que la tendencia ascendente de los coeficientes de deuda se hubiera invertido (véase el Gráfico VI.11). Hubo que esperar casi un año después de que el cociente entre la deuda empresarial y el PIB en Estados Unidos alcanzase el máximo para que los inversionistas comenzaran a revisar el precio del riesgo de incumplimiento y a reducir sus expectativas de pérdidas por incumplimiento.

Con la caída de los rendimientos de los bonos del Estado y de otros títulos de primera calidad hasta mínimos históricos a finales de 2002 y principios de 2003, los inversionistas parecían dispuestos a aumentar el riesgo de crédito con vistas a obtener mayores beneficios. Esta decisión se vio reforzada por las expectativas de mejoras en la calidad del crédito empresarial. Si dichas expectativas resultasen ser optimistas, los avances en los mercados de crédito podrían acabar siendo transitorios. Las medidas del riesgo de incumplimiento basadas en los precios de las acciones permanecen elevadas en el caso de las entidades no financieras de Estados Unidos y Europa, lo que lleva a pensar que los balances empresariales continúan débiles (véanse los Gráficos VI.9 y VII.2). Asimismo, los niveles de deuda del sector empresarial estadounidense y especialmente del europeo permanecen altos en relación con las

Los niveles de deuda empresarial se mantienen altos



dimensiones de la economía. Los rendimientos nominales excepcionalmente bajos contribuyen a mantener los costes del servicio de la deuda en niveles aceptables. Sin embargo, los rendimientos ajustados para tener en cuenta la inflación no son muy inferiores a la media de 1990–2000 (véase el Gráfico VI.7) y en el caso de los sectores cuyos productos se están abaratando, como la industria manufacturera, los rendimientos reales son aun más altos. Por lo tanto, los niveles actuales de deuda podrían poner en dificultades a algunas empresas a más largo plazo.

Derivados del crédito e integración de los mercados

Además de los factores cíclicos anteriormente analizados, la evolución de los mercados crediticios durante el periodo examinado estuvo condicionada también por cambios estructurales. Los mercados de crédito y de valores están hoy más integrados que antes, al igual que lo están los segmentos de los mercados de crédito. Aunque la integración mejora el proceso de transmisión de información sobre precios al facilitar el ajuste de éstos a las nuevas noticias en los diferentes mercados financieros, también puede crear nuevas vulnerabilidades.

La creciente utilización de modelos de riesgo crediticio está contribuyendo a reforzar la relación entre los precios del crédito y los precios de las acciones. Al igual que las instituciones financieras utilizan modelos cuantitativos para gestionar el riesgo de tipo de interés, en la actualidad se están desarrollando modelos para gestionar también el riesgo de crédito. El modelo más conocido se apoya en el enfoque estructural propuesto por primera vez por Robert Merton en 1974, según el cual el incumplimiento se produce cuando el valor de los activos de una empresa cae por debajo del valor facial de su deuda. En estos modelos, el proceso que lleva al incumplimiento depende explícitamente del nivel de pasivos de la empresa, así como del valor del mercado y la volatilidad de sus activos. Los agentes del mercado normalmente utilizan la volatilidad de las acciones como variable principal para estimar la volatilidad de los activos, introduciendo así otro canal de retroalimentación de los mercados bursátiles a los mercados de crédito.

Los nuevos modelos vincularon los mercados de crédito a los de acciones ...

Esos efectos de retroalimentación fueron especialmente pronunciados a mediados de 2002 debido a la mayor presencia de fondos de cobertura en los mercados de crédito. Al refugiarse los inversionistas institucionales en los créditos de mayor calidad, las estrategias de inversión y las prácticas de gestión del riesgo de los fondos de cobertura comenzaron a influir más en los segmentos abandonados del mercado. Los fondos de cobertura, a diferencia de los inversionistas institucionales, recurren menos a las calificaciones del crédito como medidas de solvencia y más a los modelos de valoración del riesgo crediticio.

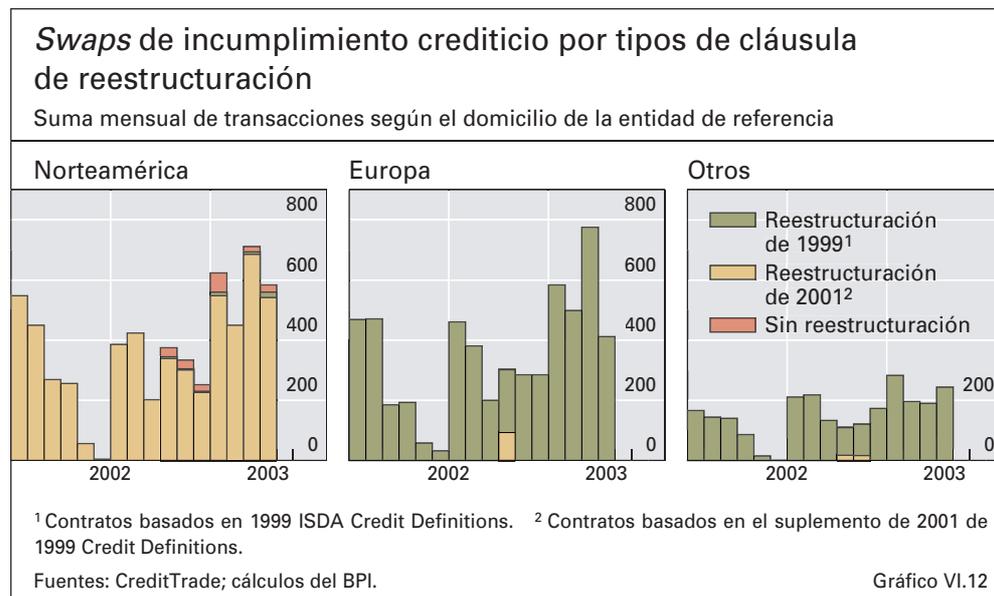
Los vínculos entre los mercados también se vieron reforzados por el desarrollo de mercados para la transferencia de riesgo crediticio, especialmente los mercados de derivados de crédito. Antes de que se introdujeran estos derivados, los mercados de crédito se encontraban entre los mercados financieros menos líquidos. Las emisiones de bonos de

empresas a menudo son reducidas, muchas incluyen opciones u otras modalidades específicas que complican la fijación de su precio, son difíciles de tomar en préstamo (y por lo tanto, también de vender en descubierto con la esperanza de que aumenten los diferenciales) y suele realizarse un volumen muy bajo de operaciones con ellos una vez que se han colocado en las carteras de inversionistas institucionales. Por ello, en el pasado, el movimiento de los precios de los bonos corporativos solía estar determinado por factores temporales o idiosincrásicos, lo que aumentó los costes del uso de bonos corporativos con fines especulativos o de gestión de riesgo.

... mientras que los derivados de crédito facilitaron la transmisión de información sobre precios

El desarrollo de mercados de derivados de crédito y, en particular, del mercado de *swaps* de incumplimiento de crédito o SIC (*credit default swaps*), redujo esos costes. Los SIC permiten desligar el riesgo crediticio de otros riesgos de un instrumento financiero y negociarlo por separado. En un contrato SIC, el comprador de protección frente a un crédito paga al vendedor de protección una cantidad periódica igual al diferencial entre el rendimiento del título susceptible de incumplimiento y el tipo de interés libre de riesgo. Si la entidad de referencia incumple, el comprador normalmente entrega al vendedor la deuda de la entidad de referencia a cambio de una cantidad fija igual al valor facial de la deuda. Un SIC es esencialmente un seguro que protege de las pérdidas derivadas de un incumplimiento.

El mercado de los SIC ha crecido enormemente en los últimos años (véase el Gráfico VI.12 y el Capítulo VII). Además, los agentes del mercado han hecho un esfuerzo concertado para promover su liquidez estandarizando los términos contractuales. Como consecuencia, actualmente muchos agentes del mercado consideran que la liquidez es mayor en el mercado de los SIC que en el de bonos corporativos. En particular, es más fácil adoptar posiciones cortas comprando protección en el mercado de los SIC, lo que ha hecho que resulte menos costoso cubrirse o especular en los mercados de crédito o entre los mercados bursátiles y los de crédito.



Aunque hasta ahora la inmensa mayoría de los *swaps* frente empresas que han incumplido se ha ejercido sin problemas, la controversia sobre qué acontecimientos constituyen incumplimientos (concretamente, sobre el tratamiento de las reestructuraciones de la deuda) podría minar la liquidez del mercado de los SIC. El mercado ya está fragmentado regionalmente. Mientras que en las operaciones que se realizan en el mercado europeo predominan los contratos basados en la documentación original de 1999 publicada por la International Swaps and Derivatives Association (ISDA), en las de Estados Unidos abundan más los contratos basados en las revisiones más restrictivas que se realizaron en 2001 de las ISDA Credit Definitions de 1999 (véase el Gráfico VI.12). El mercado se fragmentó aún más a mediados de 2002, tras el ejercicio de los *swaps* de incumplimiento crediticio relacionados con Xerox. El caso de Xerox llevó a algunos de los mayores vendedores de protección frente al crédito, especialmente a los avalistas financieros y a otras compañías de seguros, a negarse a firmar contratos que incluyeran cualquier tipo de reestructuración como evento de incumplimiento. Sostenían que la refinanciación de los préstamos que desencadenaron los *swaps* relacionados con Xerox no se debió a un empeoramiento de la situación financiera de la empresa, por lo que no debería considerarse como un caso de incumplimiento. Especialmente preocupante para los vendedores de protección era la posibilidad de que los agentes de un préstamo sindicado negociaran deliberadamente una reestructuración con la intención de desencadenar un incumplimiento y ejercer un SIC.

La controversia sobre el tratamiento de las reestructuraciones de deuda en los *swaps* de incumplimiento ...

En mayo de 2003, comenzaron a negociarse contratos que incluían una nueva cláusula de reestructuración, pero no está claro si la definición revisada llevará a la convergencia. En Europa, los compradores de protección frente al crédito, especialmente los bancos, prefieren contratos que contengan una amplia definición de reestructuración, ya que las dificultades de pago normalmente se resuelven por medio de negociaciones informales entre acreedores y deudores. Las declaraciones formales de quiebra tienden a estar asociadas a problemas de insolvencia, por lo que suelen evitarse. A diferencia de Estados Unidos, donde a las empresas que se declaran en quiebra al amparo del Capítulo 11 se les ofrece la posibilidad de llevar a cabo una reestructuración antes de ser declaradas insolventes, en Europa la declaración formal de quiebra suele ir acompañada de insolvencia. Además, el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea exige que los SIC destinados a reducir las necesidades de capital regulador de los bancos incluyan como un evento de incumplimiento las reestructuraciones que producen pérdidas por créditos, a menos que el banco pueda decidir acerca de la reestructuración.

... podría reducir la liquidez

Financiación de la deuda externa para los mercados emergentes

Las condiciones crediticias en el mercado internacional de deuda fueron un reflejo de las condiciones de los mercados de crédito. Los países fuertemente endeudados perdieron el acceso al mercado a mediados de 2002 y a partir de mediados de octubre gozaron de una continua mejora de los diferenciales. Los acontecimientos políticos centraron la atención de los inversionistas en

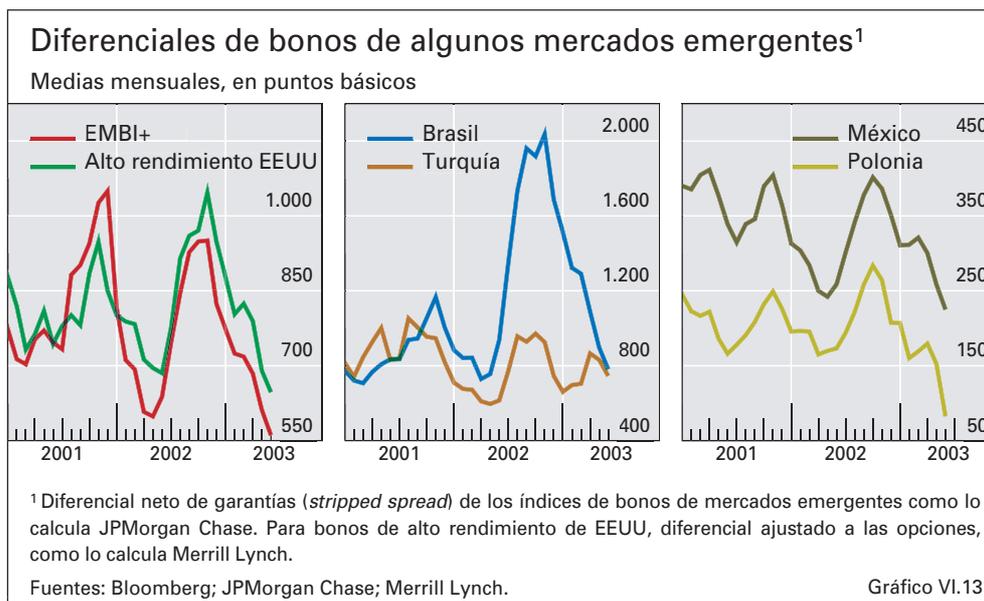
muchos mercados emergentes: en Brasil, Turquía y Ecuador, hubo cambios de Gobierno; en Venezuela y Nigeria, se produjo malestar social; en Colombia e Indonesia, sufrieron atentados; en Corea, la seguridad nacional se vio amenazada; y en Europa central y oriental, se concluyeron las negociaciones de adhesión a la Unión Europea. No obstante, parece que el cambio de actitud de los inversionistas internacionales hacia el riesgo influyó en ocasiones en mayor medida que los acontecimientos locales.

Fuentes de contagio

Conmoción en los mercados brasileño y turco

Brasil y Turquía fueron los países en los que más empeoró el acceso a los mercados internacionales de deuda durante el periodo examinado. En mayo de 2002, cuando un candidato presidencial que los inversionistas consideraban contrario a las políticas orientadas hacia el mercado ganó terreno durante la campaña electoral nacional, los inversionistas comenzaron a liquidar activos brasileños (véase el Gráfico VI.13). Asimismo, la preocupación por la salud del primer ministro de Turquía y la repentina dimisión de varios ministros provocaron una huida de los activos turcos a partir de junio. A finales de julio, el diferencial neto de garantías (*stripped spread*) de los bonos soberanos de Brasil se había triplicado con creces, alcanzando los 2.400 puntos básicos, y el diferencial de los bonos soberanos en Turquía casi se había duplicado, llegando a los 1.000 puntos básicos.

La intervención del FMI a principios de agosto, mediante la conclusión de un nuevo acuerdo de 30 mil millones de dólares con las autoridades brasileñas y el desembolso de los fondos prometidos a Turquía, contribuyó a estabilizar los mercados de deuda y de divisas. Las garantías concedidas por los líderes políticos sobre su compromiso de mantener la disciplina fiscal e introducir reformas estructurales acabaron restaurando ligeramente la confianza y los mercados de Brasil y Turquía se recuperaron significativamente en los últimos meses de 2002 y en 2003.



A pesar de la gravedad de la conmoción sufrida en los mercados de Brasil y Turquía, los acontecimientos ocurridos en estos países apenas afectaron directamente a otros mercados emergentes. Durante el periodo de ventas masivas en Brasil y Turquía, los prestatarios hicieron relativamente menos distinciones entre diferentes prestatarios. Sin embargo, los diferenciales de los bonos en los mercados emergentes tendieron a oscilar en menor correlación durante 2002 que en el transcurso de las crisis financieras anteriores.

El canal más importante de contagio durante el periodo examinado fueron los cambios en la aversión al riesgo de los inversionistas internacionales. La revisión de los precios del riesgo crediticio tras la actualización de los beneficios de WorldCom en junio de 2002 provocó un aumento de los diferenciales crediticios para muchos prestatarios de mercados emergentes. De hecho, en los últimos años las primas de riesgo de todos los mercados emergentes han evolucionado sorprendentemente en el mismo sentido que los diferenciales de la deuda estadounidense de alto rendimiento, a pesar de las diferencias entre las variables fundamentales subyacentes (véase el Gráfico VI.13).

Mientras los países fuertemente endeudados perdieron realmente el acceso a los mercados internacionales de deuda a mediados de 2002, incluso los prestatarios con grado de inversión como México y Polonia vieron cómo aumentaban sus diferenciales soberanos. No obstante, las condiciones crediticias se mantuvieron relativamente favorables para estos prestatarios, ya que el aumento de los diferenciales estuvo contrarrestado por una reducción de los rendimientos en dólares y en euros. En 2002, los prestatarios de los mercados emergentes con grado de inversión representaron un 59% de los préstamos brutos en los mercados internacionales de bonos y de préstamos, en comparación con la cifra del 47% de 2001.

La mejora generalizada de las condiciones crediticias a finales de 2002 y principios de 2003 permitió a los prestatarios de menor calidad volver al mercado internacional de deuda. De hecho, los bajos rendimientos de los instrumentos seguros y líquidos en dólares hicieron que la deuda de los mercados emergentes resultara especialmente atractiva para los inversionistas. Los fondos de inversión en deuda de los mercados emergentes registraron entradas de capital en la primera parte de 2003 y algunos países fuertemente endeudados vieron cómo llegaban inversionistas con ansias de recuperar el rendimiento. Si bien estos países habían adoptado rigurosas medidas para reforzar su posición externa, su acceso a los mercados internacionales continuó mostrándose frágil. En particular, este acceso dependía de una continua mejora de sus políticas, del mantenimiento de la estabilidad macroeconómica y del desembolso de los fondos prometidos.

La banca se orientó hacia prestatarios con mejor calificación

Los cambios que introdujeron los bancos en sus carteras de crédito a los mercados emergentes ilustran hasta qué punto los prestatarios de menor calidad perdieron el acceso a los mercados internacionales en 2002. Los créditos a países con calificación de grado de inversión aumentaron desde un 60% del total de los préstamos bancarios extranjeros a los mercados

La aversión internacional al riesgo influyó más que los acontecimientos locales

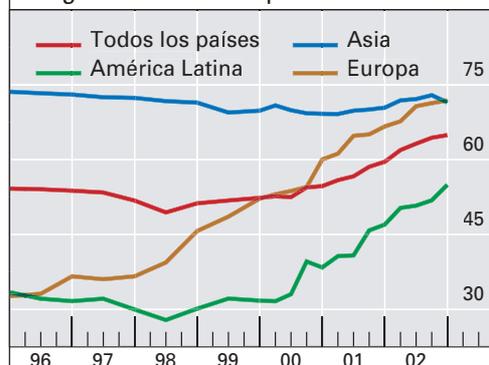
Frágil mejora del acceso a los mercados a principios de 2003

Los bancos redujeron el crédito externo a los prestatarios con peor calificación ...

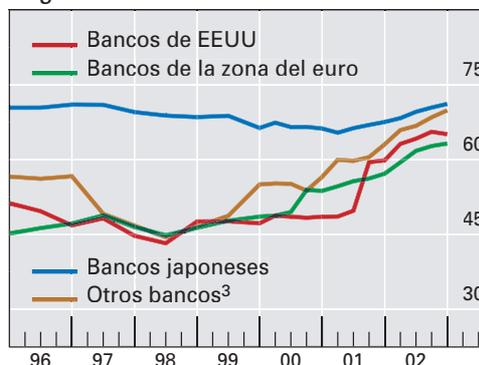
Calidad de los créditos de las carteras de préstamos de los bancos a mercados emergentes¹

Préstamos a países con grado de inversión en porcentaje del total de préstamos²

Según domicilio del prestatario



Según nacionalidad del acreedor



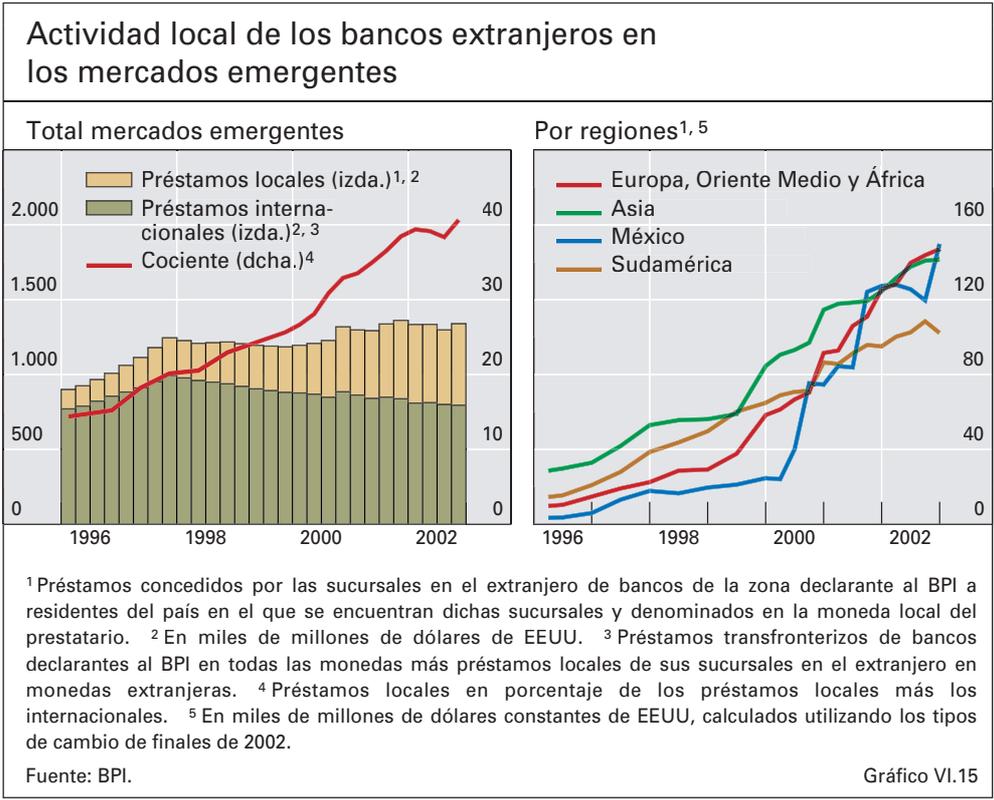
¹Total de préstamos externos concedidos por bancos de la zona declarante al BPI, es decir, préstamos transfronterizos más préstamos locales. ²Préstamos a países BBB- o superior según la calificación de Standard & Poor's a finales de 2002 en porcentaje de los préstamos a todos los mercados emergentes calificados. ³Exceptuando los bancos cuya sede principal está localizada fuera de la zona declarante al BPI. Fuentes: Standard & Poor's; datos nacionales; cálculos del BPI. Gráfico VI.14

emergentes a finales de 2001 hasta un 65% a finales de 2002 (véase el Gráfico VI.14). Los recortes del crédito a Brasil y a otros países de Sudamérica explican en gran medida este aumento. En otras regiones, los bancos también se decantaron por prestatarios con mejor calificación. Además, este cambio fue visible en los diferentes sistemas bancarios, pues todos los bancos asiáticos, europeos y norteamericanos redujeron su exposición a prestamistas que no tuvieran calificación de grado de inversión.

Aunque los bancos recortaron el crédito externo a los prestatarios de menor calidad, no compensaron este desplazamiento con un mayor número de préstamos de mejor calificación. En conjunto, los préstamos bancarios transfronterizos a mercados emergentes se redujeron por quinto año consecutivo. Sin embargo, algunas regiones sí recibieron nuevos créditos bancarios del exterior y los bancos aumentaron especialmente sus préstamos a los países en vías de adhesión a la UE. En otras regiones, principalmente en Asia, la demanda de crédito externo permaneció débil.

... pero continuaron expandiendo sus préstamos locales

Al mismo tiempo, los bancos siguieron expandiendo su presencia local en los mercados emergentes. La experiencia de Argentina había suscitado dudas sobre las futuras actividades de los bancos extranjeros en los mercados emergentes, incluida su disposición a participar en los negocios locales. Desde mediados de los años 90, los bancos de propiedad extranjera habían ido expandiendo su actividad local y a finales de 2001 los préstamos locales en monedas nacionales representaban un 38% de los préstamos bancarios a los mercados emergentes (véase el Gráfico VI.15). Tras la crisis argentina, algunos bancos sí redujeron sus operaciones en Sudamérica, aunque esta reducción se vio compensada con creces por el crecimiento de la actividad local en México, Europa central y oriental y Asia oriental. En consecuencia, los préstamos locales continuaron aumentando y a finales de



2002 ya representaban un 41% de los préstamos totales a los mercados emergentes.

El enigma de los precios de la vivienda

La evolución del mercado bursátil ofrece pistas importantes sobre la futura conducta de los precios de la vivienda. Las carteras de acciones y la vivienda constituyen los mayores componentes de la riqueza de los hogares en los países desarrollados y sus valores tienden a variar al unísono durante largos periodos. De hecho, una de las pautas que más ha llamado la atención en muchos países desarrollados en los últimos 30 años es que un máximo de los precios en los mercados bursátiles suele ir seguido de otro máximo en los mercados de la vivienda. Sin embargo, la ausencia de presiones inflacionarias en el ciclo económico actual y la correspondiente caída de los tipos de interés tras los recientes máximos alcanzados por los precios de las acciones parecen haber alterado esta relación.

Tres años después de que comenzara a desplomarse el mercado bursátil, los precios de la vivienda continuaron subiendo en muchos países. En los cinco años previos al final de 2002, los precios de la vivienda se apreciaron al menos un 50% en el Reino Unido, Australia, España, los Países Bajos e Irlanda y más de un 20% en Estados Unidos, Bélgica y los países nórdicos. Hacia finales de 2002, la subida interanual de los precios de la vivienda ajustados por la inflación fue del 23% en el Reino Unido, del 16% en Australia y del 5% en Estados Unidos. Los precios de la vivienda también han continuado al alza en Canadá, Dinamarca, Italia, Suecia y España. En general, esta subida se vio

Los precios de la vivienda continuaron subiendo a pesar de la caída del mercado bursátil ...

acompañada de un rápido aumento de la deuda de los hogares (véase el Capítulo II).

A finales de 2002 y principios de 2003, se observaron muestras de que los mercados de la vivienda estaban perdiendo fuerza y que incluso podrían haber tocado techo en algunos países. En Australia, la tasa de crecimiento del número de viviendas subastadas y vendidas en Sidney ha disminuido desde junio de 2002. Además, la tasa trimestral de crecimiento de los precios de la vivienda se ha estabilizado en torno al 3–4% en los tres últimos trimestres de 2002, habiendo alcanzado un máximo del 5% en el tercer trimestre de 2001. En España, el crecimiento de los precios de la vivienda también se desaceleró a finales de 2002 y en los Países Bajos se volvió incluso negativo. En el Reino Unido, las transacciones de viviendas alcanzaron su máximo en el tercer trimestre de 2002 y la tasa trimestral de crecimiento de los precios de la vivienda cayó desde un 8,2% en dicho trimestre hasta algo menos de un 2% en el cuarto trimestre. Además, los precios del segmento alto del mercado inmobiliario británico descendieron significativamente el año pasado. La situación estuvo menos clara en Estados Unidos. Durante el cuarto trimestre de 2002, se registró la menor subida trimestral de los precios de la vivienda desde 1997 y la concesión de nuevos permisos de construcción de viviendas privadas cayó un 7% entre febrero y marzo de 2003. Sin embargo, las ventas de viviendas nuevas se recuperaron en marzo de 2003 tras caer en enero y febrero y los tipos de interés hipotecarios se han mantenido cerca del nivel más bajo de los últimos 40 años.

... lo que implica un retardo entre los máximos más largo del previsto

Aunque los precios de la vivienda alcanzaran un máximo en un futuro inmediato, eso implicaría en cualquier caso un retardo entre los máximos del mercado bursátil y los del mercado de la vivienda mayor que la media histórica. Como muestra el Gráfico VI.16, los máximos de los precios de la vivienda han seguido históricamente a los máximos del mercado bursátil con un lapso aproximado de dos años y medio. Entre una muestra de 11 países desarrollados (Australia, Canadá, Dinamarca, Estados Unidos, Italia, Japón, Noruega, los Países Bajos, el Reino Unido, Suecia y Suiza), se registraron 35 máximos en el mercado bursátil y 28 en los precios de la vivienda entre 1970 y finales de 2002. Entre 1972 y 1976, todos los países de la muestra alcanzaron al menos un máximo en los precios de las acciones y nueve también registraron un máximo en los precios de la vivienda. Una vez más, entre 1986 y 1990, los mercados bursátiles alcanzaron su punto más alto en nueve países y poco después se alcanzaron máximos en los precios de la vivienda en ocho de ellos. El análisis estadístico indica que la probabilidad de que se produjese un máximo en los precios de la vivienda en cualquiera de los años del periodo muestral era aproximadamente del 8%. Sin embargo, esta probabilidad aumentaba hasta un 30% al año siguiente a un máximo en el precio de las acciones, y al 70% en los tres años siguientes.

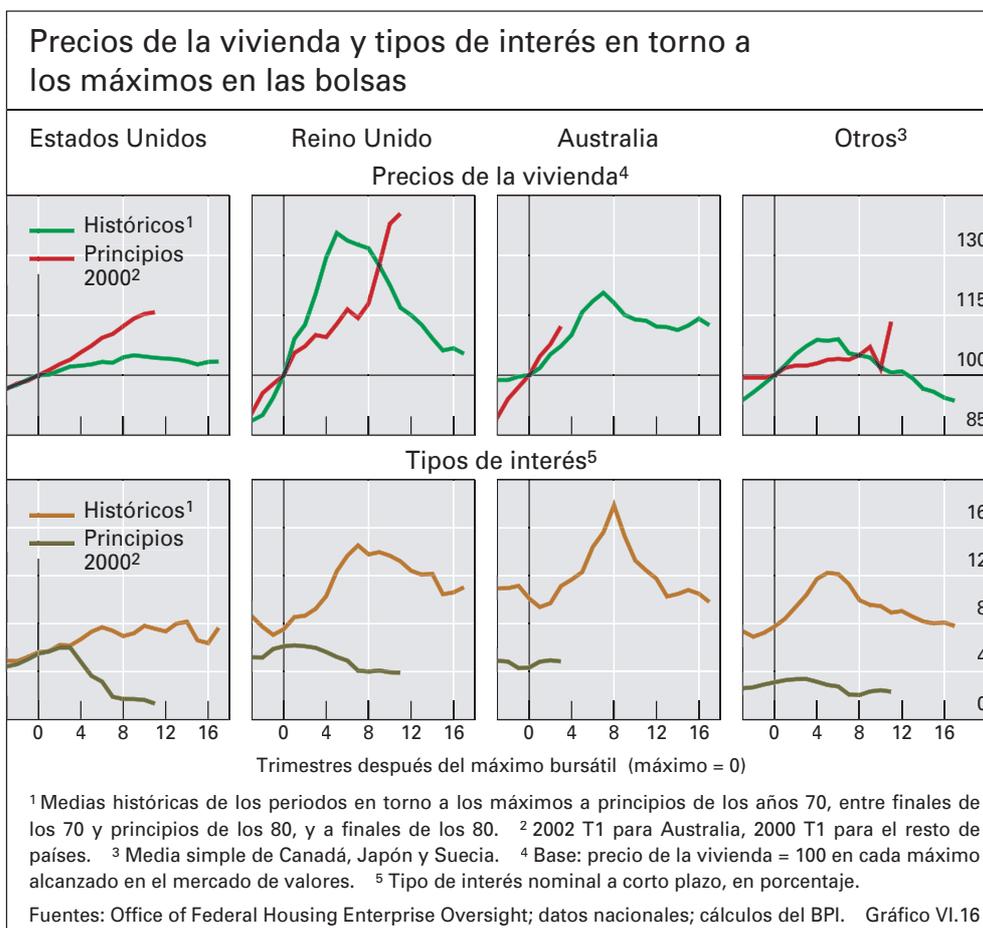
El mayor retardo entre los máximos en el ciclo actual ...

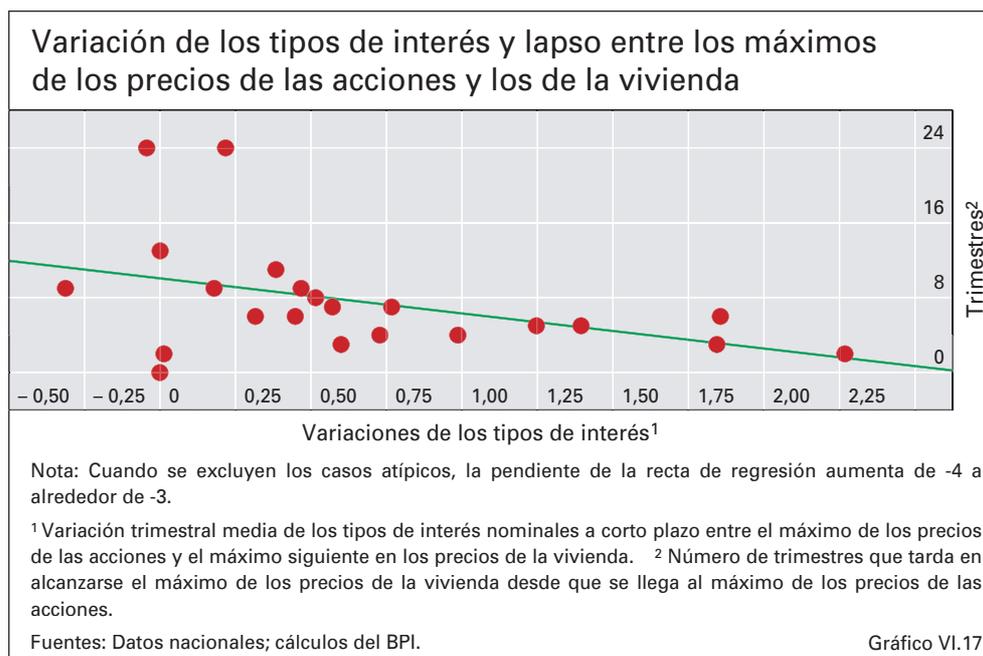
La continua fortaleza de los precios de la vivienda parece estar relacionada con la caída de los tipos de interés. En general, las presiones inflacionarias han sido menores en el ciclo más reciente que en los anteriores, por lo que las autoridades monetarias han podido utilizar un mayor margen de maniobra para recortar los tipos de interés oficiales (véase el Capítulo IV). Como muestra el

Gráfico VI.16, en los periodos precedentes, los tipos de interés a corto plazo en general habían subido durante los dos años posteriores a los máximos de los precios de las acciones, al responder las autoridades monetarias a las presiones inflacionarias. Sin embargo, en el ciclo actual los tipos de interés de muchos países bajaron considerablemente tras el desplome del mercado bursátil del año 2000. Por ejemplo, en Estados Unidos los tipos de interés nominales a corto plazo bajaron desde un 5,6% a mediados de 2000 hasta un 1,7% a mediados de 2002, mientras que los del Reino Unido cayeron desde un 6,1% hasta un 4,1% y los de Canadá desde un 5,9% hasta un 2,6% durante ese mismo periodo. Dado que la vivienda es un bien duradero, esta bajada de los tipos de interés contribuyó a reforzar los precios de la misma, a pesar de la caída de los precios de las acciones.

Los datos de periodos anteriores confirman el argumento anterior. El análisis económico de la experiencia histórica indica que las variaciones de los tipos de interés han influido significativamente en el retardo entre los máximos en los precios de las acciones y en los precios de la vivienda. En una muestra de 22 pares de máximos de los precios de las acciones y de la vivienda registrados entre 1970 y 1999, el lapso medio entre máximos fue aproximadamente de nueve trimestres. Sin embargo, una caída trimestral media de 25 puntos básicos del tipo de interés a corto plazo después de un máximo en los precios de las acciones habría retrasado el máximo de los precios de la vivienda en aproximadamente un trimestre

... se ha debido esencialmente a la caída de los tipos de interés nominales





(véase el Gráfico VI.17). A primera vista, estos resultados implican que la reducción de los tipos de interés oficiales de 475 puntos básicos llevada a cabo en Estados Unidos entre mediados de 2000 y mediados de 2002 habría alargado en algo más de dos trimestres el retardo medio entre los máximos en los precios de las acciones y en los de la vivienda.

Es probable que algunos factores institucionales hayan afectado al grado en que los tipos de interés han influido en los precios de la vivienda en los distintos países. Por ejemplo, el plazo del tipo de interés de referencia de los tipos hipotecarios varía de un país a otro. En concreto, los créditos hipotecarios del Reino Unido y Australia se basan predominantemente en los tipos de interés a tres meses, mientras que los de Canadá se basan en tipos de interés de interés a un año o menos, de manera que los precios de la vivienda en estos países suelen responder más a los tipos de interés a corto plazo. En Alemania, Estados Unidos, Japón y Suecia, y en especial en los Países Bajos, la mayor parte de la financiación mediante créditos hipotecarios está ligada a tipos de interés a largo plazo. Además, los créditos hipotecarios de Estados Unidos destacan por el hecho de que pueden refinanciarse con una escasa penalización, lo que en la práctica ofrece una valiosa oportunidad para los prestatarios de hipotecas y hace que los precios de la vivienda reaccionen ante la volatilidad y ante los niveles de los tipos de interés a largo plazo. Las innovaciones tecnológicas introducidas recientemente por Fannie Mae y Freddie Mac para la tramitación de créditos hipotecarios han hecho que la refinanciación sea más sencilla y menos costosa. *Ceteris paribus*, la vertiginosa caída de los tipos de interés a corto plazo en 2001 habría producido un efecto relativamente mayor en los precios de la vivienda en aquellos países cuyos créditos hipotecarios están ligados a tipos de interés a corto plazo, mientras que el aplanamiento de la curva de rendimientos en 2002 habría tenido más influencia en los países cuyos créditos están ligados a tipos de interés a largo plazo.