

Informe Trimestral del BPI

Marzo de 2006

Resumen de los Artículos Monográficos

Cuestión de clases: análisis de las nuevas tendencias en financiación de vivienda en Estados Unidos¹

La significativa apreciación del precio de la vivienda en Estados Unidos en los últimos años ha contribuido enormemente a ampliar el tamaño y composición de los mercados secundarios para títulos respaldados por préstamos hipotecarios de segunda clase. No obstante, aunque numerosos hogares pueden acceder ahora a préstamos que de otro modo no habrían obtenido, si se deteriorasen las condiciones en el mercado de la vivienda los inversionistas tendrían que hacer frente a nuevas dificultades para valorar los bonos de titulización hipotecaria (MBS) y posiblemente a riesgos inesperados.

Clasificación JEL: G180, G280, L890.

El sistema de financiación para adquisición de vivienda en Estados Unidos ha cambiado profundamente en los últimos años. Aunque las agencias de financiación patrocinadas por el Gobierno dominan este segmento, la suscripción de hipotecas a través de otros canales está creciendo en el país. Mientras que las agencias se especializan en la concesión de préstamos hipotecarios a suscriptores de primera clase, el resto de entidades ha aumentado su actividad gracias a otro tipo de prestatarios, como aquellos con un historial crediticio algo accidentado, aunque también prestatarios que no pueden o no quieren financiar con su propio dinero los pagos anticipados exigidos o presentar la documentación necesaria sobre sus fuentes de ingresos.

La titulización de estos préstamos hipotecarios de segunda clase supone un cambio significativo en uno de los mercados financieros más grandes e importantes del mundo. La mayoría de las hipotecas para vivienda de Estados Unidos se reagrupan y revenden como bonos de titulización hipotecaria (*mortgage-backed securities* o MBS), cuya adquisición por inversionistas extranjeros se ha disparado. Al igual que ocurre con la reestructuración de hipotecas o la venta secundaria de valores *pass-through* por las agencias de financiación de vivienda, los préstamos de segunda clase también se están incorporando rutinariamente a títulos *pass-through* a través de un proceso

¹ Las opiniones expresadas en este artículo son las de su autor y no reflejan necesariamente las del BPI.

estructurado similar. Sin embargo, al contrario que los valores de agencias, que están sujetos al riesgo de amortización anticipada pero no al riesgo de impago de la garantía, los títulos emitidos por estas otras entidades están expuestos a ambos riesgos. En este artículo, defendemos que la importancia de este riesgo adicional ha pasado desapercibida en los últimos años gracias a la revalorización del precio de la vivienda, pero si cambiaran las condiciones en el mercado inmobiliario residencial, los titulares de este tipo de valores se verían afectados por el riesgo a la baja que estos conllevan.

El resto del artículo se organiza del siguiente modo: primero se presenta a grandes rasgos la evolución más reciente en los mercados de MBS y después se analizan las innovaciones en torno a los créditos hipotecarios, la utilización de puntuaciones crediticias para calcular el riesgo de incumplimiento y los nuevos desafíos para predecir la amortización anticipada. Por último, ofrecemos una serie de comentarios a modo de conclusión.

Nuevos índices del BPI sobre tipos de cambio efectivos²

El BPI ha ampliado sus índices de tipos de cambio efectivos (TCE) a 52 economías utilizando una metodología consistente y los ha actualizado para reflejar la reciente evolución del comercio mundial mediante patrones de ponderación variables en el tiempo. Estos nuevos índices están ahora a disposición del público a través de la página del BPI en Internet.

Clasificación JEL: F10, F31.

Un tipo de cambio efectivo (TCE) refleja los efectos macroeconómicos de los tipos de cambio mejor que cualquier tasa bilateral. El tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) es un índice de la media ponderada de tipos de cambio bilaterales. Por su parte, el tipo de cambio efectivo real (TCER) equivale al TCEN ajustado por los precios o costes relativos, de tal modo que las variaciones en el TCER reflejan tanto la evolución del tipo de cambio nominal como el diferencial de inflación con respecto a socios comerciales. Tanto en el análisis de las políticas como en el del mercado, los TCER pueden utilizarse con distintos fines, por ejemplo para medir la competitividad internacional, crear índices sobre las condiciones monetarias o financieras, calcular la transmisión de incidencias externas, fijarse como objetivos intermedios en política monetaria o como objetivos operativos³. Así pues, tanto las autoridades encargadas de las políticas como los agentes del mercado necesitan contar con medidas precisas de los TCE.

Desde 1993, el BPI ha venido calculando los TCE de 27 economías, tanto con fines de investigación para sus publicaciones y reuniones de bancos centrales, como para el análisis a corto plazo y el seguimiento de los mercados. El sistema inicial de ponderación de estos índices tenía en cuenta

² Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI. Los autores agradecen enormemente la ayuda de Stephan Arthur y Philippe Hainaut. Este artículo ha sido posible gracias a la colaboración de David Archer, Claudio Borio, Már Gudmundsson, Robert McCauley y Frank Packer.

³ Singapur, por ejemplo, utilizar el TCE como objetivo operativo, interviniendo en el mercado cambiario para controlar el tipo de cambio; véase MAS (2001).

únicamente los flujos comerciales de 1990⁴, pero el rápido desarrollo del comercio mundial en la última década ha obligado a ampliar su cobertura y a modificar las ponderaciones por comercio utilizadas. En este artículo se describen primero las principales novedades de los índices del BPI sobre TCE, como la cobertura de 52 economías, la utilización de ponderaciones por comercio variables en el tiempo y los ajustes estadísticos en el caso de China para tener en cuenta la importancia de Hong Kong RAE⁵ como centro de almacenado para mercancías con destino a la China continental, así como la declaración parcial del comercio entre China y Taiwan (China)⁶ debido al trasbordo en Hong Kong. A continuación, el artículo examina el impacto de estos cambios en los índices TCE para determinadas monedas y compara los índices nuevos con los anteriores y con los cálculos nacionales. Por último, se ofrece una breve conclusión.

A partir de ahora, el BPI publicará con regularidad sus índices TCE y sus ponderaciones en su página de Internet (véase www.bis.org/statistics/eer.htm).

⁴ Véase la lista en el Apéndice I. La explicación de la metodología se encuentra en Turner and Van't dack (1993). Hasta 1993, el BPI calculaba sus índices de TCE para los países del G-10 con una metodología diferente (véase Koch (1984)).

⁵ En lo sucesivo, Hong Kong.

⁶ En lo sucesivo, Taiwan.

Tejiendo cestas: la experiencia del euromercado con bonos multidivisa⁸

El escaso éxito de los bonos internacionales denominados en ECU en los años 80 y 90 obedeció a restricciones para la internacionalización del marco alemán y a la inversión especulativa más que a los meros beneficios de la diversificación. La emisión de bonos "cesta" conlleva la pérdida de liquidez en los mercados nacionales de renta fija.

Clasificación JEL: E42, E58, F02, F31, F33, F36, G15.

Las autoridades asiáticas encargadas de la política económica han dado prioridad al desarrollo de sus mercados nacionales de deuda. La crisis financiera asiática de 1997-98 dejó claro, sin embargo, que una mayor diversificación habría limitado los peligrosos desajustes entre pasivos en divisas y activos en moneda local. Desde la crisis, los bancos centrales también han decidido la creación de una red de mecanismos de *swap* para evitar ataques especulativos de moneda en moneda. Además, la desvinculación de la moneda china con respecto al dólar estadounidense ha hecho posible la gestión concertada del tipo de cambio como tercer elemento de cooperación regional, junto con el desarrollo del mercado de bonos y el intercambio de reservas de divisas.

En este contexto, el mercado de eurobonos se ha tomado como precedente para el desarrollo de un mercado regional al servicio de la cooperación financiera, cambiaria y monetaria. En concreto, la utilización en los mercados de la cesta de monedas europeas que acabaría constituyendo el euro es considerada por muchos como ejemplo a seguir en Asia, entre ellos Chaipravat et al (2003) e Ito (2004)⁹. Este último asocia la emisión de bonos multidivisa con una posible gestión de monedas frente a una cesta común,

⁷ Antiguo Jefe de Política Reguladora de la Asociación Internacional de Mercados de Capitales y antiguo Secretario General de la Asociación Internacional de Mercados Primarios.

⁸ Agradecemos los comentarios de Claudio Borio, Jacob Gyntelberg, Louis de Montpellier y Charles Wyplosz, así como la labor de investigación realizada por Stephan Arthur, Sansau Fung, Denis Pêtre y Swapan-Kumar Pradhan. Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las de la IPMA, la ICMA o el BPI.

⁹ Véase también Mori et al (2002), Plummer y Click (2005) y Eichengreen (2006).

como la que propone Williamson (1999). Más recientemente, ASEAN+3 (2005) señala la “posible emisión de bonos multidivisa asiáticos” (véase también Jung et al (2002)).

¿Cuál fue la experiencia con los bonos "cesta" o multidivisa en el euromercado? ¿Utilizaron los agentes del mercado las cestas oficiales o crearon las suyas propias? ¿Utilizaron estas cestas con fines de diversificación o por otros motivos?

A todas estas preguntas intentará dar respuesta el presente artículo monográfico, que se estructura del siguiente modo: la primera sección describe la trayectoria de la emisión de estas cestas en el euromercado antes de la creación del euro en 1999; a continuación, se analizan las ventajas y desventajas de estos instrumentos tanto en el plano teórico como práctico; por último, se presentan las principales conclusiones.

Primas de riesgo en diferentes mercados calculadas a partir del precio de las opciones¹⁰

Una manera de calcular las primas por riesgo consiste en comparar los precios de contado con los precios de las opciones en los mercados de acciones y de eurodólares de EEUU. En ambos mercados, las primas por riesgo se mueven a la par que el riesgo de volatilidad, mientras que los precios de las opciones parecen no seguir de cerca los cambios en la volatilidad prevista para el rendimiento.

Clasificación JEL: G120, G130, G140.

El análisis de los mercados financieros suele identificar y estudiar los cambios en las primas por riesgo incorporadas al precio de los activos, que representan la compensación que los inversionistas exigen por asumir riesgos. Su análisis, sin embargo, se complica por el hecho de que ni la prima en sí misma ni sus principales determinantes pueden observarse directamente, sino que suelen inferirse comparando los precios de distintos títulos con características de riesgo ligeramente diferentes.

La compensación por asumir riesgos depende lógicamente de cómo perciban los inversionistas los riesgos subyacentes y del precio que exijan por cada unidad de riesgo, lo que configura su actitud hacia el riesgo. Esclarecer ambas magnitudes es esencial para poder inferir correctamente la información contenida en el precio de los activos. El precio de un título disminuye conforme aumenta la incertidumbre de los inversionistas en torno a su riesgo, incluso aunque éstos no revisen a la baja sus expectativas de rendimiento futuro. Alternativamente, un descenso de precios podría indicar que los inversionistas se sienten más incómodos con la incertidumbre de estos flujos de caja. En el primer caso, este menor precio indica un cambio de expectativas sobre los indicadores económicos fundamentales, que podría ser específico al tipo de activo en cuestión. En el segundo, podría indicar un cambio más generalizado en las preferencias de los inversionistas, que probablemente repercutiría en la

¹⁰ Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI. Dimitrios Karampatos contribuyó de manera excelente a la compilación de datos, gráficos y cuadros.

valoración del riesgo en toda una gama de activos, pudiendo incluso alterar otros aspectos del funcionamiento de los mercados, como la liquidez.

En este artículo calculamos las primas por riesgo a partir de información sobre la actitud de los inversionistas hacia el riesgo extraída del precio de las opciones, utilizando para ello técnicas recientes en el entorno académico. La principal innovación de nuestra metodología radica en combinar información obtenida de dos fuentes distintas: el mercado bursátil y el monetario, por lo que su campo de acción es mayor que el de otros métodos que también utilizan los precios de las acciones pero que normalmente se centran en una única categoría de activos. Nuestro sistema reduce la sensibilidad de las estimaciones a aspectos técnicos específicos a un mercado concreto, al tiempo que permite distinguir mejor entre indicadores fundamentales divergentes en ambos mercados. Además, al estimar las primas por riesgo específicas a cada mercado partiendo de una misma especificación de las preferencias de los inversionistas por el riesgo, esta metodología es congruente con la noción de un sistema financiero integrado.

El presente artículo se distribuye en cuatro secciones. En la primera analizamos en qué consiste la prima por riesgo y describimos en líneas generales la metodología empírica empleada. A continuación, explicamos la aplicación concreta de las dos clases de activos utilizadas y analizamos los resultados obtenidos y cómo la percepción de los inversionistas sobre los riesgos subyacentes influye en las primas por riesgo. El tercer apartado examina la relación entre las primas por riesgo estimadas y la evolución del rendimiento y de la volatilidad de los activos. En la última sección describimos las implicaciones que tienen las hipótesis sobre percepción del riesgo para las estimaciones de las primas por riesgo y de la preferencia de los inversionistas por el riesgo.