



Comunicado de Prensa

Informaciones: +41 61 280 8188
press.service@bis.org
www.bis.org

Ref.:

8 de marzo de 2004

Informe Trimestral del BPI Marzo de 2004

El *Informe Trimestral del BPI* publicado hoy consta de dos secciones. En la primera, se analiza la evolución más reciente de los mercados financieros, los flujos de financiación en los mercados bancario y de deuda, y la actividad con contratos de derivados. En la segunda parte, se presentan cuatro artículos sobre el mercado inmobiliario. El primero de ellos analiza la relación que guarda el endeudamiento de los hogares con la macroeconomía; en el segundo, se examinan los determinantes de la evolución de los precios de la vivienda en una serie de países; en el tercero se estudia el paralelismo entre los máximos en los precios de la renta variable y de la vivienda; y por último, se presenta un caso práctico sobre el mercado hipotecario en Dinamarca, donde, al igual que en Estados Unidos, se permite la amortización anticipada, si bien parece que no se ha generado volatilidad en los tipos de interés a largo plazo.

Evolución de la actividad bancaria y financiera internacional

El apetito por el riesgo estimula los mercados

Los mercados financieros de todo el mundo se dispararon con la llegada del nuevo año, aumentando los ya de por sí impresionantes beneficios obtenidos en 2003. Aunque la mejora de las perspectivas de crecimiento mundial y de la situación financiera empresarial habría justificado una subida de los precios de las acciones y de la deuda tanto pública como privada, el tamaño de este aumento señala la existencia de un fuerte apetito por el riesgo que habría estimulado todavía más este incremento. Ni siquiera el descubrimiento de nuevos fraudes corporativos pareció inquietar a los inversionistas.

A pesar de la remontada de los mercados de crédito y de acciones, se redujo la rentabilidad de la deuda pública y de los *swap*. En los mercados de renta fija, los inversionistas parecieron prestar menos atención a las previsiones de crecimiento mundial para centrarse más en la ausencia de presiones inflacionistas y en la orientación que probablemente adoptarían las políticas monetarias de Estados Unidos y de la zona del euro. Debido posiblemente a la importancia de los bajos tipos de interés para la fortaleza de otros mercados, el aumento de rendimientos que se produjo a finales de enero tras el cambio de tono en el discurso de la Reserva Federal de Estados Unidos acerca de su



política acomodaticia generó una caída momentánea del precio del crédito y de la renta variable.

El mercado internacional de títulos de deuda

Durante el *cuarto trimestre* de 2003, la emisión neta de títulos de deuda internacionales batió un récord histórico al alcanzar los 460 mil millones de dólares, debido principalmente al marcado aumento del volumen de títulos emitidos por ciudadanos de la zona del euro (tanto bonos y pagarés como efectos comerciales). Mientras que la emisión por parte de instituciones financieras y empresas se intensificó, la de títulos del Estado se contrajo. Este cuarto trimestre puso el punto final a un año en el que la emisión de títulos denominados en euros aumentó significativamente, tanto en términos absolutos como con respecto a otros mercados.

La emisión neta de deuda internacional de mercados emergentes permaneció elevada, como ha ocurrido en cada cuarto trimestre desde 1996. La facilidad con la que estos prestatarios pudieron obtener financiación probablemente se debió a la continua búsqueda de rentabilidades por parte de los inversionistas internacionales, a la luz del continuo estrechamiento de los diferenciales crediticios. En Asia, tanto el Gobierno como las instituciones financieras de China aumentaron su emisión de deuda en términos netos, mientras que las instituciones financieras rusas y el Gobierno de Polonia atrajeron la financiación neta hacia Europa oriental. Las entidades brasileñas, por su parte, fueron las principales protagonistas de la emisión de títulos en América Latina.

Los mercados de derivados

Durante el *cuarto trimestre* de 2003, volvió a reducirse el volumen agregado de derivados financieros negociados en bolsa contabilizados por el BPI. El valor global de negociación de derivados sobre tipos de interés, índices bursátiles y divisas se redujo un 7% con respecto al trimestre anterior, hasta alcanzar los 207 billones de dólares. La actividad se repartió de forma desigual entre las principales categorías de riesgo del mercado, siendo los contratos sobre tipos de interés los que cayeron de forma más contundente, mientras que aquellos sobre índices bursátiles y divisas crecieron moderadamente. El descenso generalizado del volumen de negocio con instrumentos de renta fija —el mayor entre todas las categorías de riesgo del mercado— fue el resultado de la disminución en la actividad con contratos del mercado monetario y de deuda del Estado.

No obstante, el valor agregado de la negociación de contratos financieros creció durante 2003, alcanzando los 874 billones de dólares, un 26% más que en 2002. El volumen de la actividad fue notorio en todas las categorías de riesgo del mercado, resultando especialmente animado en el pequeño sector de derivados sobre divisas, tras un largo periodo de descensos.

El mercado bancario internacional

Tras una fuerte acumulación de fondos durante los tres trimestres anteriores, el mercado bancario internacional se contrajo durante el *tercer trimestre* de 2003. Aproximadamente un tercio de los recientes aumentos de fondos desapareció de los balances de los bancos internacionales. Gran parte de esta contracción se llevó a cabo reduciendo la actividad interbancaria para conceder nuevos préstamos al sector privado no bancario, debido en parte a una mayor demanda de financiación en los centros extraterritoriales y posiblemente al repunte de la demanda empresarial de créditos.

Los bancos de la zona declarante siguieron desplazando sus inversiones en mercados emergentes hacia activos más seguros, como demuestra el aumento en la proporción de préstamos concedidos al sector público en estos mercados y la reducción de la financiación hacia América Latina para dirigirla a prestatarios de mayor calidad. Asimismo, una mayor transferencia neta de riesgos desde determinadas regiones apunta a que los

bancos podrían estar buscando cada vez más garantías de terceros a la hora de conceder préstamos en estos mercados emergentes.

Artículos monográficos

El endeudamiento de los hogares y la macroeconomía

El aumento del nivel de deuda de los hogares en determinados países desarrollados durante las dos últimas décadas ha generado dudas sobre si podrán mantenerse estos niveles y, de no ser así, cuáles serán las consecuencias para la estabilidad del sistema financiero. Guy Debelle, economista del Banco de la Reserva de Australia en visita en el BPI, atribuye este aumento del endeudamiento a dos factores: un menor racionamiento del crédito a partir de la desregulación financiera de principios de los años 80 y el recorte de los tipos de interés, tanto en términos reales como nominales, a medida que ha ido reduciéndose la inflación durante los últimos 20 años. Ambos factores han ayudado a reducir significativamente las restricciones de liquidez para los hogares. El autor señala que el consiguiente incremento de la deuda de los hogares los ha vuelto más vulnerables a los cambios repentinos en las tasas de desempleo y a las subidas de los tipos de interés, especialmente en aquellos países en los que predominan los créditos hipotecarios a interés variable.

Determinantes de la evolución de los precios de la vivienda

El comportamiento de los precios de la vivienda influye en la dinámica del ciclo económico mediante su impacto en el gasto agregado, afectando también al sistema financiero en general al repercutir en la rentabilidad y solidez de las instituciones financieras. Kostas Tsatsaronis y Haibin Zhu, ambos del BPI, se sirven de un marco empírico común para analizar los principales factores que determinan la evolución de los precios de la vivienda en una serie de países industrializados. Su conclusión más sorprendente es la enorme influencia que tiene la inflación en los precios reales de la vivienda, a pesar de que existen marcadas diferencias estructurales entre los distintos mercados nacionales. Otro resultado de gran relevancia es que la repercusión de los precios de la vivienda en el crecimiento del crédito es mayor en países que utilizan métodos de contabilidad hipotecaria sensibles al valor de mercado. Todo esto apunta a que las normas prudenciales pueden influir en la sincronía entre los precios de la vivienda y el comportamiento del sistema financiero.

Paralelismo entre los máximos en los precios de las acciones y de la vivienda

Tres años después del colapso mundial de los mercados de renta variable, los precios de la vivienda siguen aumentando en muchos países. Este dinamismo resulta inusual teniendo en cuenta el pasado reciente y plantea dudas acerca de la viabilidad de las tendencias actuales. ¿Podrían desinflarse los precios de la vivienda en un futuro cercano? y de ser así, ¿podrían producirse incluso caídas en picado? Para dar respuesta a estos interrogantes, Claudio Borio y Patrick McGuire del BPI estudian la evolución de los precios de la vivienda entre una muestra de 13 países industrializados desde principios de la década de los 70, centrándose especialmente en la relación entre los máximos más significativos en los precios de la vivienda y de la renta variable, la alternancia correspondiente de auges y declives, y las condiciones crediticias.

A partir de datos históricos, llegan a las siguientes tres conclusiones. En primer lugar, entre 1970 y 1999, los máximos bursátiles solieron ir acompañados de máximos en el precio de la vivienda, con un retardo medio de unos dos años. En segundo lugar, parece que las oscilaciones de los tipos de interés nominales a corto plazo repercutieron significativamente en los precios de la vivienda, subrayando así la importancia de la



política monetaria. Por último, el consiguiente descenso de los precios de la vivienda parece haber tenido cierta vida propia y haber estado en parte también determinado por las características de la expansión anterior, especialmente por la magnitud del aumento anterior y la posible acumulación de desequilibrios financieros.

El mercado hipotecario en Dinamarca

Para ser un mercado tan pequeño, el mercado hipotecario danés es extraordinariamente sofisticado. Con una hipoteca estándar danesa, es posible obtener financiación a largo plazo a un tipo de interés fijo con la opción de realizar amortizaciones por adelantado sin pagar comisión alguna, al igual que ocurre en Estados Unidos. Por ello, los prestamistas de ambos mercados están expuestos al pago por adelantado de la hipoteca, y por ende, al riesgo de reinversión. Sin embargo, el mercado danés no se ha visto demasiado afectado durante periodos en los que los niveles de refinanciación han sido considerables, mientras que en Estados Unidos estos periodos suelen estar caracterizados por una elevada volatilidad de los tipos de interés a largo plazo.

Allen Frankel y Jacob Gyntelberg del BPI, junto con Kristian Kjeldsen del Banco Nacional de Dinamarca y Mattias Persson del Sveriges Riksbank estudian un caso práctico en este mercado. Para ello, ofrecen dos teorías que pueden explicar las diferencias observadas entre ambos mercados durante los periodos de gran refinanciación. En primer lugar, los bancos hipotecarios, suscriptores de las hipotecas danesas, no están autorizados a gestionar el riesgo de amortización anticipada de la misma manera que lo están los suscriptores de hipotecas en Estados Unidos. Por ello, los riesgos de amortización anticipada son asumidos principalmente por inversionistas que compran y mantienen sus posiciones. En segundo lugar, el tipo de cambio fijo entre la corona danesa y el euro puede moderar la volatilidad, al permitir a los tenedores de cédulas hipotecarias danesas amortizables anticipadamente protegerse a bajo coste frente al riesgo de mercado en la zona del euro.