



Comunicado de Prensa

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

3 de marzo de 2008

Informe Trimestral del BPI Marzo de 2008

El Informe Trimestral del BPI publicado hoy consta de dos secciones. La primera describe a grandes rasgos la evolución reciente de los mercados financieros, para analizar después minuciosamente los aspectos más destacados de los últimos datos del BPI sobre la actividad bancaria y financiera internacional. La segunda presenta cinco artículos monográficos, todos ellos sobre las recientes turbulencias financieras: operaciones de política monetaria por los bancos centrales; determinantes de las tasas de interés interbancarias internacionales; mecanismos de ajuste de estas tasas; propagación de las turbulencias del mercado monetario a los mercados de *swaps* de divisas y de tipos de cambio; y por último vínculos entre variables crediticias fundamentales, calificaciones crediticias y medidas de valor en riesgo (VaR) para CDO y bonos corporativos convencionales.

Reajuste de los mercados al cambiar los riesgos para el crecimiento

Tras un mes de diciembre relativamente tranquilo en el que prácticamente no se observaron cambios en los mercados, los crecientes síntomas de desaceleración en la economía real provocaron un reajuste generalizado de la valoración de los riesgos para el crecimiento y, con ello, de las expectativas sobre la senda de la política monetaria en enero. Aunque las tensiones en los mercados monetarios remitieron en cierta medida durante el periodo examinado, los débiles datos macroeconómicos procedentes de Estados Unidos, sumados a las nuevas y voluminosas pérdidas contables asumidas por algunos bancos y a la inquietud suscitada por los garantes financieros, avivaron la percepción de que las tensiones financieras mundiales acabarían afectando a la economía real.

Al percatarse los inversionistas de que las repercusiones de la crisis crediticia podrían no circunscribirse a Estados Unidos, los mercados de activos registraron pérdidas generalizadas. Los diferenciales de rendimiento, que de hecho ya venían reflejando el temor a una debilidad económica más amplia de lo esperado, alcanzaron nuevos máximos conforme aumentaba la tensión en el sector financiero. Los mercados bursátiles mundiales también cayeron con fuerza en enero, al revisar a la baja los inversionistas sus expectativas de rentabilidad,



aunque repuntaron en febrero hasta superar a los de renta fija gracias a una sucesión de medidas de política monetaria en Estados Unidos. Los inversionistas, a su vez, no tardaron en descontar medidas de relajación monetaria adicionales por parte de la Reserva Federal estadounidense y de otros bancos centrales, en anticipación de nuevas señales de desaceleración. El rendimiento de la deuda pública a largo plazo indexada a la inflación se redujo incluso más que el de los bonos con rendimientos nominales, empujando con ello al alza las tasas de inflación de equilibrio en Estados Unidos.

Aunque en un principio los precios de las principales economías industriales reaccionaron en mayor medida, numerosos mercados emergentes empezaron a resentirse claramente durante el periodo analizado, ante el temor a que la desaceleración económica fuese más amplia de lo previsto. Los mercados bursátiles se llevaron la peor parte, incluso aquellos que previamente habían mostrado mayor aguante.

Aspectos más destacados de la actividad bancaria y financiera internacional

La actividad emisora en los mercados internacionales de deuda mantuvo su indolencia en el *cuarto trimestre de 2007*, en plena agitación de los mercados financieros. Aunque la emisión neta de bonos y pagarés alcanzó 487.000 millones de dólares (frente a los 399.000 del trimestre anterior), su tasa de crecimiento interanual cayó hasta el -45%, tras haberlo hecho al -23% en el trimestre previo. Las instituciones financieras de los países desarrollados se mostraron especialmente comedidas, pasando su emisión neta de 363.000 a 351.000 millones de dólares en apenas un trimestre, aproximadamente la mitad del nivel alcanzado un año antes. En cambio, la emisión de las sociedades no financieras alcanzó cotas relativamente altas, con 30.000 millones de dólares en términos netos, lo que supone una tasa de crecimiento interanual positiva del 21%.

Las estadísticas más recientes del BPI sobre derivados negociados en bolsa, correspondientes al *cuarto trimestre de 2007*, también indican un sustancial descenso de actividad, invirtiéndose en este caso la trayectoria del tercer trimestre, cuando las turbulencias de los mercados financieros generaron el mayor nivel de contratación registrado hasta la fecha. El mayor descenso se produjo en el segmento sobre tasas de interés a corto plazo, al reducirse el importe nocional de los contratos en vigor de 535 a 405 billones de dólares en un trimestre. También se redujo el volumen de contratación de los derivados sobre tasas de interés a largo plazo, así como sobre índices bursátiles y sobre divisas. El volumen de negocio total de futuros y opciones cotizados sobre todo tipo de instrumentos financieros se redujo en el cuarto trimestre hasta los 539 billones de dólares (desde los 681 billones del trimestre anterior), aunque la tasa interanual se mantuvo alta, en el 25%.

La actividad en el mercado bancario internacional siguió creciendo en el *tercer trimestre de 2007*, en medio de tensiones en diversos segmentos del mercado interbancario. Los activos transfronterizos de los bancos declarantes crecieron hasta los 32 billones de dólares, contribuyendo así a una tasa de crecimiento interanual superior al 20%. La evolución de las necesidades de financiación en dólares estadounidenses de los bancos internacionales muestra que las entidades europeas han ido aumentando su endeudamiento frente a otros bancos para financiar sus crecientes activos netos frente a entidades no bancarias, lo que puede haber contribuido a tensar los mercados interbancarios a medida que se



hacía más difícil la refinanciación. El análisis de las posiciones bilaterales de diversos sistemas bancarios revela marcadas diferencias en función de sus ratios de capital de Nivel 1, exhibiendo en líneas generales los bancos europeos mejores coeficientes que sus homólogos estadounidenses. En términos de activos exteriores en base al riesgo último, se observaron posibles síntomas de contracción del crédito en las posiciones interbancarias.

Artículos monográficos

La operativa monetaria ante las turbulencias financieras

Las serias alteraciones sufridas por los mercados interbancarios desde agosto de 2007 han llevado a primera plana las operaciones de política monetaria de los bancos centrales. Los marcos operativos en que se encuadran las políticas monetarias no sólo son el aspecto menos conocido de éstas, sino que además difieren considerablemente entre países. Claudio Borio y William Nelson del BPI, después de presentar una «hoja de ruta» conceptual para comprender mejor los retos a los que se enfrentan los bancos centrales para aplicar sus políticas en momentos de tensión, analizan cómo los marcos operativos en vigor han influido en la reacción de los bancos ante las recientes turbulencias financieras. Los autores muestran que estos marcos pueden ser un factor de primer orden en el volumen y el tipo de inyecciones de liquidez decididas y en la necesidad de adoptar medidas extraordinarias.

Determinantes de las tasas interbancarias: indicadores obtenidos de los bancos que componen el Libor

La prima de riesgo implícita en las tasas de interés para depósitos interbancarios a tres meses en los grandes bancos internacionales aumentó bruscamente en agosto de 2007, habiéndose mantenido desde entonces en cotas elevadas. Al analizar las tasas de interés aplicadas por los bancos que componen el Libor a sus depósitos interbancarios, François-Louis Michaud y Christian Upper del BPI intentan identificar los factores que subyacen a dicho aumento y en concreto el papel desempeñado por el crédito y la liquidez. Aunque se aprecian indicios de la influencia del riesgo de crédito, al menos para el medio plazo, la ausencia de una relación estrecha entre el riesgo de incumplimiento y las primas de riesgo en el mercado monetario, unida a la reacción de los mercados interbancarios ante las inyecciones de liquidez de los bancos centrales, pone también de manifiesto la importancia de los factores de liquidez en las tasas cotizadas diariamente por los bancos que participan en la formación del Libor.

Mecanismos de ajuste de las tasas interbancarias durante las recientes turbulencias financieras

La evaporación de la liquidez en el segmento a plazo de los principales mercados interbancarios en el segundo semestre de 2007 cuestiona la fiabilidad de los mecanismos de ajuste de las tasas interbancarias, que en teoría deberían reflejar las condiciones imperantes. Comparando diversos mecanismos de formación de tasas para la misma moneda, Jacob Gyntelberg y Philip Wooldridge del BPI hallan divergencias extraordinarias en ellas durante el periodo analizado. Los autores atribuyen esta divergencia a la alteración de los mercados interbancarios subyacentes más que a deficiencias en el diseño de dichos mecanismos. De



hecho, su diseño permitió moderar la influencia de los comportamientos estratégicos por los bancos participantes y de los cambios de percepción sobre la calidad del crédito.

Propagación de las turbulencias del mercado monetario a los mercados de swaps de divisas y swaps de tipos de cambio

Hacia finales de los años 90, los problemas de los bancos japoneses para obtener financiación en dólares de Estados Unidos en los principales mercados interbancarios produjeron distorsiones en los mercados de *swaps* de monedas y de tipos de cambio entre el yen y el dólar. Naohiko Baba y Frank Packer del BPI, junto a Teppei Nagano del Banco de Japón, analizan las turbulencias financieras registradas en la segunda mitad de 2007 y comprueban que los problemas de financiación interbancaria vuelven a tener consecuencias para el mercado de *swaps* de monedas y de tipos de cambio. Hay indicios de que el recurso de las instituciones financieras a los mercados de *swaps* para suplir la escasez de financiación en dólares estadounidenses produjo considerables desviaciones de la condición de paridad de las tasas de interés cubiertas, así como problemas de liquidez en estos mercados. Aunque las oscilaciones en los precios de los *swaps* básicos euro/dólar no han tenido precedente, los autores concluyen que no llegó a alcanzarse el grado de distorsión visto a finales de los años 90 en el cambio entre el yen y el dólar.

VARIABLES CREDITICIAS FUNDAMENTALES, CALIFICACIONES Y VALOR EN RIESGO: CDO FRENTE A BONOS CORPORATIVOS

Las recientes y masivas rebajas de calificación crediticia de los CDO estructurados son un recordatorio de que los cambios de calificación de los productos financieros estructurados pueden ser mucho más abruptos que los de otros instrumentos crediticios más convencionales. Al analizar los vínculos existentes entre las variables crediticias fundamentales, las calificaciones crediticias y las medidas de valor en riesgo para exposiciones tanto a CDO por tramos como a bonos corporativos, Ingo Fender, Nikola Tarashev y Haibin Zhu del BPI avanzan al menos dos explicaciones para esta divergencia. La primera, que el proceso de división por tramos se traduce en una relación no lineal entre la calidad crediticia de los activos subyacentes y la de los productos por tramos. La segunda, que las calificaciones de los productos por tramos son más sensibles al riesgo sistémico. Los autores concluyen que una confianza indebida en estas calificaciones puede conducir a errores en la valoración y gestión del riesgo, así como a una dinámica de mercado desfavorable en caso de tener que deshacer la exposición a estos productos.