



## Comunicado de Prensa

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

8 de diciembre de 2008

---

### Informe Trimestral del BPI Diciembre de 2008

#### **Medidas de política inéditas en un entorno de crisis financiera internacional<sup>1</sup>**

La presentación general del Informe Trimestral del BPI publicado hoy describe la reciente evolución de la crisis financiera internacional y las inéditas medidas de política aplicadas para abordarla.

Los temores acerca de la estabilidad financiera volvieron a protagonizar el periodo comprendido entre finales de agosto y últimos de noviembre. Tras la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre, los mercados financieros quedaron paralizados, adentrándose en un nuevo y más profundo estado de crisis. Conforme los fondos del mercado monetario y otros inversionistas se veían obligados a reconocer pérdidas en sus inversiones relacionadas con Lehman, creció la preocupación por el riesgo de contraparte en un contexto de reembolsos masivos en los fondos de inversión.

El episodio de ventas generalizadas resultante afectó a todos los activos, salvo a los más seguros, y dejó inoperantes segmentos fundamentales del sistema financiero internacional. La virtual paralización de los mercados crediticios y monetarios y el desplome de las cotizaciones bursátiles lastraron el acceso de bancos y otras instituciones financieras a la financiación y redujeron su base de recursos propios, ante la acumulación de pérdidas en inversiones valoradas a precios de mercado. Los diferenciales de rendimiento se ampliaron a niveles récord, los precios de las acciones se hundieron y la volatilidad se disparó en todos los mercados, indicando tensiones extremas en los mercados financieros. Los rendimientos de la deuda pública disminuyeron, ante el creciente predominio del temor a una recesión y de los flujos de capital en busca de refugio seguro sobre los efectos de los mayores déficit públicos anticipados. Al mismo tiempo, la

---

<sup>1</sup> Este análisis abarca el periodo comprendido entre finales de agosto y el 28 de noviembre de 2008.



pendiente de las curvas de rendimiento aumentó a partir de los vencimientos más cortos, reflejando repetidos ajustes a la baja de las tasas de interés oficiales.

Los precios de los activos de las economías emergentes también registraron descensos generalizados al transmitirse a los mercados financieros emergentes el menor apetito por el riesgo y las concomitantes tensiones en el mundo industrializado. Ante la quiebra de confianza en una viabilidad sostenida de segmentos fundamentales del sistema bancario internacional, las autoridades de diversos países lanzaron una batería de iniciativas de política sin precedentes con el fin de contener el continuo desplome de los precios de los activos y de conjurar los riesgos sistémicos.

Durante el periodo analizado, los mercados atravesaron por cuatro etapas más o menos diferenciadas. La primera, que condujo hasta la quiebra de Lehman a mediados de septiembre, estuvo marcada por la intervención por parte de las autoridades estadounidenses de las agencias semipúblicas de financiación hipotecaria Fannie Mae y Freddie Mac. La segunda etapa abarcó las repercusiones inmediatas de la quiebra de Lehman y la subsiguiente crisis de confianza. La tercera, iniciada a finales de septiembre, se caracterizó por la aplicación acelerada de medidas de política cada vez más globales, conforme la respuesta a la crisis evolucionaba desde tratamientos caso por caso hacia un enfoque más internacional y adaptado al conjunto del sistema. En la cuarta etapa, a partir de mediados de octubre, el temor a una recesión dominó progresivamente la dinámica de los precios, mientras los mercados continuaban arrostrando las incertidumbres que entrañaban las numerosas medidas recién anunciadas.

### **Aspectos más destacados de la actividad bancaria y financiera internacional**

La contratación en los mercados internacionales de derivados se redujo durante el *tercer trimestre de 2008*. El volumen total de transacciones medido por importes nominales pasó de 600 billones de dólares en el segundo trimestre a 542 billones en el tercero. Gran parte de esta contracción ocurrió en el segmento de derivados sobre tasas de interés a corto plazo, retrayéndose también, si bien ligeramente, el volumen negociado en derivados sobre tasas de interés a largo plazo. Aumentó, en cambio, el de derivados sobre índices bursátiles y divisas. La contratación de derivados sobre materias primas, medida tan sólo por el número de contratos, cayó aunque el crecimiento interanual se mantuvo bastante elevado (+37%).

En los mercados extrabursátiles (OTC) de derivados los importes nominales en circulación siguieron aumentando en el *primer semestre de 2008*, hasta alcanzar un total, incluido todo tipo de contratos OTC, de 863 billones de dólares a finales de junio, lo que representa un crecimiento del 21% sobre el semestre anterior. En términos de volumen, la contratación de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) se redujo (-1%) por vez primera, en contraste con una tasa media semestral de crecimiento de CDS en circulación durante los últimos tres años del 45%. Esta reducción obedeció sobre todo al número significativamente mayor de rescisiones multilaterales de CDS como resultado de las perturbaciones en los mercados financieros. Por su parte, los mercados de derivados sobre divisas y tasas de interés, así como los de derivados sobre acciones y materias primas, registraron crecimientos notables.

El recurso al endeudamiento en los mercados internacionales de deuda disminuyó de forma considerable en el *tercer trimestre de 2008* en plena agitación de los mercados financieros. La emisión neta de bonos y pagarés sufrió una mengua sustancial, situándose en 247.000 millones de dólares, frente a los 1,08 billones



registrados en el segundo trimestre. La reducción fue mucho más allá de lo que cabría esperar conforme a los patrones de estacionalidad habituales y tuvo como resultado el nivel más bajo de emisión neta desde el tercer trimestre de 2005. El endeudamiento en el mercado monetario también se estancó, produciéndose una caída de la emisión neta en el tercer trimestre. Por moneda de denominación, la mayor disminución en la emisión de bonos y pagarés se registró en el segmento del euro, seguido por el del dólar. En un desglose por nacionalidad del emisor, la mayor contracción en emisión neta correspondió a los emisores estadounidenses, que pasaron de emitir deuda por importe de 308.000 millones de dólares en el segundo trimestre a quedarse en 46.000 millones en el tercero.

El volumen de activos en circulación en el mercado bancario internacional se redujo visiblemente en el *segundo trimestre de 2008*. Los activos internacionales de los bancos declarantes al BPI registraron una caída sin precedentes por valor de 1,1 billones de dólares, con notables descensos de los activos en la mayoría de las monedas de denominación. Si bien gran parte de la caída respondió a una significativa minoración de los activos interbancarios (-812.000 millones de dólares), los activos internacionales frente a entidades no bancarias también disminuyeron por primera vez desde 1998, principalmente frente a Estados Unidos, el Reino Unido y Japón. Al mismo tiempo, los residentes en países emergentes y muchos bancos centrales de todo el mundo redujeron los fondos depositados en bancos declarantes al BPI.

## Artículos monográficos

Este Informe Trimestral reúne cuatro artículos monográficos sobre los siguientes asuntos: la evolución del mercado de *repos* durante el reciente periodo de convulsión financiera; los precios de los productos básicos y la dinámica de la inflación; la solvencia bancaria y el crédito a los mercados emergentes y, por último, las características de los contratos hipotecarios y la incidencia del patrimonio negativo.

## Evolución del mercado de *repos* durante el periodo de convulsión financiera

Los mercados de *repos* son una fuente crucial de financiación garantizada para bancos e instituciones financieras y una herramienta clave en la implementación de la política monetaria. En su artículo sobre la evolución de estos mercados, Peter Hördahl y Michael King, del BPI, documentan la progresiva concentración de la actividad durante las turbulencias financieras en los instrumentos con los vencimientos a más corto plazo y con garantías de máxima calidad. Mientras las tasas de interés de las operaciones de *repos* garantizadas por valores del Tesoro estadounidense caían frente a las tasas de los *swaps* sobre índices a un día, las tasas de interés de los *repos* sobre valores soberanos comparables de la zona del euro y del Reino Unido aumentaron. Los autores concluyen que la diferente dinámica observada en los distintos mercados reflejó, entre otros aspectos, diferencias en la intensidad de las alteraciones en cada uno de ellos y el grado de escasez de los valores soberanos utilizados como garantía.

## Precios de los productos básicos y dinámica de la inflación

En los últimos años y hasta mediados de 2008, los precios de los productos básicos crecieron con fuerza, elevando la inflación en todo el mundo. A partir de series de datos de inflación medida por el IPC y de sus componentes de



alimentación y energía correspondientes a las principales economías avanzadas y emergentes, Stephen Cecchetti y Richhild Moessner, del BPI, examinan aspectos del impacto del encarecimiento de los alimentos y de la energía sobre la inflación general y su dinámica. Los autores concluyen que, en los últimos años, la inflación subyacente no ha tendido a revertir a la general, lo que implicaría que los mayores precios de los productos básicos no han generado por lo general importantes efectos de segunda ronda sobre la inflación.

### **Solvencia bancaria y crédito a mercados emergentes**

En la última década ha aumentado en numerosos mercados emergentes la dependencia respecto del crédito concedido por los bancos extranjeros. Sin embargo, la actual crisis financiera podría inducir a la banca a reevaluar su exposición a dichas economías. En su análisis sobre la solvencia bancaria y el crédito concedido por los bancos extranjeros a mercados emergentes, Patrick McGuire y Nikola Tarashev, del BPI, hallan pruebas de una relación clara a más largo plazo entre indicadores de la primera y crecimiento del segundo. Basándose en el análisis econométrico de datos que se remontan hasta comienzos de la década de los 90, los autores muestran que el deterioro de la solvencia bancaria está asociada con un menor crecimiento del crédito a los mercados emergentes.

### **¿Cuántos hogares tienen un patrimonio negativo? La relevancia de las características de los contratos hipotecarios**

Una importante condición previa para el impago de un préstamo hipotecario es que el patrimonio neto del prestatario sea negativo («neto patrimonial negativo»), es decir, que la deuda hipotecaria pendiente supere el valor del inmueble. En su monográfico sobre la relevancia de las características de los contratos hipotecarios, Luci Ellis, del Banco de la Reserva de Australia, muestra el grado de sensibilidad del grupo de hogares con neto patrimonial negativo a distintos aspectos del contrato hipotecario. La autora concluye que el pronunciado aumento reciente de las tasas de morosidad e impago en Estados Unidos, en comparación con otros países, puede en parte explicarse por el mayor predominio en las hipotecas estadounidenses de características que elevan la incidencia del patrimonio negativo.