



Afi  
Fundación

## REVISTA ANÁLISIS FINANCIERO INTERNACIONAL

**Editor:** Ediciones Empresa Global, S.L.

**Reseña:** Revista trimestral de economía y finanzas.

*Análisis Financiero Internacional* es una revista de periodicidad trimestral, que se publica desde 1992, por la Fundación Analistas. Especializada en economía financiera, pretende ser una publicación puntera del sector de las finanzas, de ahí que su línea editorial, siempre en consonancia con la intención de mantener informados a los especialistas de este campo y servir de foro de discusión y contraste de opiniones, sea la de publicar los más avanzados y recientes estudios que se llevan a cabo en la investigación de temas financieros y, al mismo tiempo, evaluar los acontecimientos más relevantes que se van produciendo en el ámbito financiero y económico tanto en nuestro país como fuera de él.

Recoge artículos elaborados por los distintos equipos de Analistas Financieros Internacionales, así como por expertos de otras instituciones españolas y extranjeras. Los temas sobre los que tratan los artículos son mercados financieros internacionales, banca y cajas de ahorros, mercados monetarios y de deuda, Unión Económica y Monetaria, instrumentos derivados, coyuntura económica, comercio exterior y estudios sectoriales, además de varias secciones fijas.

**Contenido** número 135, primer trimestre 2009

---

### Artículos

- «¿Existe relación entre la volatilidad de los mercados financieros y el ciclo económico» (David Cano y David Fernández Fernández)  
*Una de las consecuencias de la crisis financiera iniciada en verano de 2007 ha sido el incremento de la volatilidad del precio de la práctica totalidad de activos cotizados en los mercados financieros. La intención de este artículo es exponer las principales medidas de la volatilidad, analizar su evolución reciente y estudiar si existe relación con el ciclo económico y con el comportamiento de los mercados financieros.*  
Palabras clave: Riesgo de mercado/Volatilidad histórica/Volatilidad implícita/VaR/Variables instrumentales.

«Is there a relationship between financial markets' volatility and the economic cycle?»

*One of the consequences of the financial crisis that started in the summer of 2007 has been the increase of price volatility of virtually all assets quoted in the financial markets. This article aims to expose the principal measures of volatility, analyse its recent evolution and study whether it is related to the economic cycle and the behaviour of financial markets.*

Keywords: Market risk/Historical volatility/Implicit volatility/VaR (Value at Risk)/Instrumental variables.

- «¿Cómo transfieren el riesgo de crédito las entidades financieras» (Paul MacManus y Ángel Moreno)

*En los últimos tiempos, hemos asistido a un fenómeno de contagio de las pérdidas en entidades financieras de ciertos lugares del mundo al resto de entidades mundiales. Ante esta situación, surge una cuestión: ¿mediante qué instrumentos financieros se consigue esa transferencia de riesgo?*

Palabras clave: CDS/CDO/Crédito.

«How do financial institutions transfer credit risk?»

*Lately we have witnessed a contagious phenomenon of losses from financial institutions in some parts of the world to the rest of institutions worldwide. Before this situation, a question arises: by means of which financial instruments is this transfer achieved?*

Keywords: CDS (Credit Default Swap)/CDO (Collateralized debt obligations)/Credit.

- «La pesca hipotecaria» (María Romero)

*La explosión demográfica, el incremento de la renta disponible de los hogares y, sobre todo, la mejora de las condiciones financieras son algunos de los factores que explican el último boom inmobiliario producido en nuestro país, que ha traído consigo un espectacular crecimiento del volumen hipotecario. Sin embargo, el deterioro de la demanda de vivienda y la repercusión de la crisis financiera mundial iniciada en el verano de 2007 están provocando que el crecimiento tanto del número como del importe de las hipotecas destinadas a la adquisición de vivienda disminuya considerablemente. Algo que continuará produciéndose en 2009 con motivo del empeoramiento previsto del entorno económico-financiero.*

Palabras clave: Crédito hipotecario/Boom inmobiliario/Tipo de interés hipotecario/Precio de la vivienda.

«Fishing for mortgages»

*The demographic explosion, the increase of available household income, and, above all, the improvement of financial conditions constitute some of the factors which explain the real estate boom that took place in our country which has brought about a spectacular growth in mortgage volume. However, the deterioration of housing demand and the repercussion of the world financial crisis which started in the summer of 2007 are resulting in the considerable decrease in the growth of both the number and the amount of the mortgages destined to house purchases, situation which will continue throughout 2009 due to the expected worsening of the economic and financial context.*

Keywords: Mortgage loan/Real estate boom/ Mortgage interest rate/House price.

- «Valoración de empresa familiar: los componentes del valor» (Teresa Mariño y Alfonso A. Rojo)

*A pesar de que los métodos de valoración de empresas son aplicables a todo tipo de organizaciones, las particularidades de las empresas familiares tienen que ser tenidas en cuenta a la hora de aplicar el modelo de valoración.*

*Este trabajo toma como referencia el modelo de descuento de flujos de tesorería y los inputs para su implementación, revisa la literatura existente sobre valoración de empresas familiares, estudiando el efecto de las particularidades de estas empresas*

*(base de datos más corta, ajustes en determinadas partidas, concentración de poder en el fundador, menor información y ajustes por primas) en los inputs del modelo de descuento de flujos de tesorería.*

Palabras clave: Valoración/Descuento de flujos de tesorería/Empresa familiar.

«How do financial institutions transfer credit risk?»

*Lately we have witnessed a contagious phenomenon of losses from financial institutions in some parts of the world to the rest of institutions worldwide. Before this situation, a question arises: by means of which financial instruments is this transfer achieved?*

Keywords: CDS (Credit Default Swap)/CDO (Collateralized debt obligations)/Credit.

*Secciones*

- Reseñas bibliográficas
  - Indicadores económicos y financieros
- 

**Suscripciones:**

- Anual (4 números): PVP 210,35 euros
- Números sueltos: PVP 60,10 euros

Ediciones Empresa Global, S. L.  
C/ Españolito 19, 28010 MADRID  
Tlf. 91 520 01 65 / Fax: 91 520 01 49  
e-mail: earagon@afi.es / Att. Esther Aragón

## Presentación

Una de las consecuencias de la crisis financiera iniciada en verano de 2007 ha sido el incremento de las «turbulencias de los mercados», lo que tiene, entre otros significados, el de intensa variabilidad (a la baja, pero también al alza) del precio de la práctica totalidad de activos cotizados en los mercados financieros. Es muy posible que la menor liquidez haya amplificado la relación, observada ya en otros episodios similares, entre volatilidad y posición cíclica de la economía. La intención de este primer artículo del nuevo número de ANÁLISIS FINANCIERO INTERNACIONAL, que presentamos al lector, como explican sus autores *David Cano* y *David Fernández Fernández*, es exponer las principales medidas de la volatilidad, analizar su evolución reciente y estudiar si existe vinculación con el ciclo económico y con el comportamiento de los mercados financieros, tanto desde un enfoque cualitativo como cuantitativo.

El artículo de *Paul MacManus* y *Ángel Moreno* analiza los instrumentos específicos financieros que consiguen la transferencia de riesgo entre entidades financieras, fenómeno éste de contagio de las pérdidas en entidades financieras de ciertos lugares del mundo al resto de entidades mundiales muy común en los últimos tiempos. Uno de ellos es del *credit default swap* (CDS), un contrato entre dos partes en el que una de las partes compra protección sobre el riesgo de *default* (evento de crédito) de una cierta cantidad (nacional) de bonos o deuda de una determinada compañía durante un plazo especificado, mientras que la otra parte vende esta protección. Los CDS pueden ser de dos tipos: sobre nombres individuales o sobre cestas de referencias. Otro es el *collateralized debt obligations* (CDO), un tipo de bono sobre una cesta de instrumentos de crédito (bonos, MBS, CDS, etc.), mediante el que el emisor transfiere el riesgo de crédito de la cesta a los inversores a cambio de pagar un cupón periódico, mientras que, para el inversor, es una manera de conseguir una serie de flujos ajustados al nivel de riesgo que quiera.

Después de un largo período de *boom* inmobiliario en nuestro país, en el que se produjo un espectacular crecimiento del volumen hipotecario, la crisis financiera iniciada en el verano de 2007 está provocando una fuerte disminución tanto en el número como en el importe de las hipotecas. *María Romero* estudia la estrecha relación entre el sector inmobiliario y el financiero en este período, la cual contribuyó sin duda a que la economía española viviese uno de los más largos ciclos alcistas de su reciente historia. Sin embargo, para 2009, está previsto que la situación económica-financiera empeore y, por tanto, tanto la demanda hipotecaria, mucho más condicionada por unas perspectivas desfavorables de empleo y precios que por el descenso de los tipos de interés, como la oferta, debido sobre todo al comportamiento del mercado laboral, seguirán deteriorándose y el crédito hipotecario sufrirá una desaceleración mucho más acusada que hasta ahora.

El número se cierra con un artículo de *Teresa Mariño* y *Alfonso A. Rojo*, ambos profesores, en el que es objeto de estudio la valoración de las empresas familiares. La empresa familiar, vista como una empresa no cotizada, incorpora un conjunto de factores diferenciadores que es necesario tomar en consideración a la hora de desarrollar un proceso valorativo eficientemente. Entre los factores que deben tenerse en cuenta, figuran los relativos a información asimétrica, la calidad de los estados financieros que sirven para las previsiones, la inexistencia de previsiones por parte de la propia empresa, las fuerzas del mercado como distorsionadoras del valor fundamental, las personas clave en la dirección de la empresa, las posibilidades de acceso a la financiación, así como las restricciones a la venta de acciones en los estatutos y las cuestiones asociadas a la falta de comercialización de los títulos de propiedad, ya se trate de falta de primas por falta de liquidez o de control.

Los tradicionales anexos con que cierra esta revista ofrecen una síntesis actualizada de indicadores económicos y financieros, así como reseñas de libros de reciente publicación, que estimamos pueden ser de interés para nuestros lectores. ■