



Comunicado de Prensa

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

Ref.:

8 de diciembre de 2003

Informe Trimestral del BPI Diciembre de 2003

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 financieros en los mercados bancario y de deuda, y la actividad con contratos de derivados. En la segunda parte, se presentan cuatro artículos relativos a los mercados de deuda. El primero de ellos explica por qué los diferenciales de la deuda empresarial sobrepasan con creces las pérdidas esperadas por impago; en el segundo se analizan los aspectos comunes que comparten los diferenciales de los mercados emergentes; el tercero describe el mercado de los *swaps* de incumplimiento crediticio (*credit default swaps*) referenciados a un soberano; mientras que el último de ellos sugiere una forma de unificar los mercados de deuda pública en determinados países de Asia oriental.

Evolución de la actividad bancaria y financiera internacional

Los indicios de crecimiento disparan la confianza de los inversionistas

Las señales que apuntaban hacia una recuperación económica resultaron tan claras en octubre de 2003 que sorprendieron incluso a los más optimistas. Se obtuvieron mayores rendimientos, las acciones reiniciaron su senda alcista y se estrecharon los diferenciales para los títulos de mercados emergentes y de empresas. La opinión sobre los mercados emergentes también se vio favorecida por una de revisiones al alza de las calificaciones crediticias nunca vista hasta entonces. En concreto, tan solo en octubre se contabilizaron 10 mejoras de calificaciones para soberanos, principalmente en Asia oriental. Esta confianza acerca de la situación económica no fue tan compartida durante el mes de septiembre, cuando los inversionistas en los mercados de deuda pública parecieron quedar decepcionados al conocer los datos macroeconómicos.

Al contrario de lo ocurrido en otros mercados, el de divisas registró unas oscilaciones extraordinariamente pronunciadas, sufriendo el dólar estadounidense una intensa presión a la baja tras la reunión del G-7 a finales de septiembre. Resultó significativo que la caída del dólar no provocara un aumento de los rendimientos de los bonos estadounidenses, tal y como temían los inversionistas.

Si bien en algunos mercados se atisbaron señales potencialmente preocupantes, siempre se trató de episodios aislados. La rebaja en la calificación crediticia de dos sociedades automovilísticas puso de relieve las vulnerabilidades de este sector tan volátil del mercado de renta fija privada. La detención de uno de los principales empresarios de Rusia hizo dudar a los inversionistas sobre el recién adquirido grado de inversión de este país, al tiempo que las alegaciones sobre irregularidades en el negocio de los fondos de inversión amenazaron durante algún tiempo con socavar el optimismo reinante entre los inversionistas bursátiles.

El mercado internacional de títulos de deuda

Durante el *tercer trimestre de 2003*, la fuerte reducción del endeudamiento neto de la zona del euro explica el menor acceso a la financiación a través del mercado de deuda internacional. A pesar de unos diferenciales más estrechos, la emisión neta agregada se redujo en un 14% hasta alcanzar los \$299 mil millones, a lo que parecen haber contribuido las turbulentas condiciones del mercado. La emisión bruta resultó especialmente escasa en agosto, cuando los tipos de interés mostraron una mayor volatilidad. Sin embargo, este descenso resultó ser transitorio y en Septiembre se alcanzó el segundo nivel de emisión bruta jamás registrado.

El descenso de las necesidades de financiación en la zona del euro quedó en parte compensado por el endeudamiento en otras regiones. Los prestatarios de países emergentes regresaron al mercado, especialmente Turquía y Venezuela, países que habían visto mejorada su calificación crediticia en julio. Las necesidades de financiación por parte de instituciones financieras en EEUU también fueron relativamente importantes, lo que contribuyó a que la emisión neta de títulos denominados en dólares estadounidenses alcanzara los \$138 mil millones. Es la primera vez en dos años que la emisión neta en dólares ha sido al menos tan alta como la emisión neta en euros.

Los mercados de derivados

Durante el *tercer trimestre de 2003*, descendió el volumen agregado de derivados financieros negociados en bolsa. El valor nominal agregado de operaciones con derivados contabilizadas por el BPI ascendió a \$223 billones, lo que supone un descenso del 9% con respecto al segundo trimestre. 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 crecieron ligeramente. En cuanto a los primeros, la pronunciada caída de los contratos del mercado monetario fue la principal responsable del descenso generalizado en esta categoría.

En el mercado extrabursátil (OTC) de derivados, la actividad se aceleró durante *el primer semestre del presente año*. Los últimos datos semestrales del BPI sobre las posiciones agregadas en estos mercados señalan que el valor notional total de los contratos vigentes a finales de junio ascendía a \$170 billones, lo que supone un 20% más con respecto a finales de 2002, frente al 11% de aumento anteriormente registrado. Durante los primeros seis meses del año, el valor de mercado bruto de estos instrumentos creció un 24% hasta los \$7,9 billones, frente al 43% de aumento del periodo precedente, lo que indica que se han ido expandiendo más rápido que las cantidades notionales desde 2001.

El mercado bancario internacional

Durante el *segundo trimestre de 2003*, los préstamos bancarios volvieron a superar los flujos de financiación hacia el sector empresarial y no-bancario. El aumento de los créditos interbancarios se debió en gran parte al aumento de la actividad con *repos* y a los préstamos entre sucursales. Si bien el crédito concedido al sector no-bancario también fue muy significativo, se debió principalmente a inversiones en títulos de deuda internacional, principalmente deuda pública. Al igual que ocurriera durante los cuatro trimestres

anteriores, el volumen de préstamos a empresas y a entidades no bancarias continuó siendo moderado.

Los movimientos en forma de depósitos condujeron el flujo neto de fondos hacia los mercados emergentes, y éste permaneció en valores positivos por segundo trimestre consecutivo. Sin embargo, las diferencias entre regiones fueron sustanciales. La zona Asia-Pacífico registró una gran entrada neta de fondos, debido principalmente a la repatriación de depósitos por parte de bancos en China. Al mismo tiempo, las repatriaciones de bancos en Rusia produjeron una entrada neta de fondos en los países emergentes europeos, la segunda mayor de los últimos cinco años. Por el contrario, el aumento de los depósitos en los bancos de la zona declarante al BPI, especialmente de los bancos en Brasil, produjeron la quinta salida de fondos neta consecutiva de América Latina.

Artículos monográficos

La incógnita de los diferenciales de rentabilidad

¿Por qué los diferenciales de rentabilidad de los bonos de empresa tienden a ser mucho más amplios de lo que implicarían las pérdidas en caso de impago? He aquí la cuestión. Por ejemplo, durante los últimos cinco años, el diferencial medio de los bonos BBB fue unas ocho veces superior a las pérdidas esperadas. En otros intentos por explicar esta paradoja, se ha sugerido que los impuestos, las primas por riesgo y las primas de liquidez también influyen en los diferenciales. Jeffery Amato y Eli Remolona, ambos del BPI, revisan estos argumentos y ofrecen una nueva alternativa.

Los autores señalan que las pérdidas que se materializan realmente en una cartera de renta fija privada a menudo superan las pérdidas esperadas. Las teorías anteriores sobre la incógnita de los diferenciales de rentabilidad han dado por sentado que los inversionistas son capaces de diversificar el riesgo de estas pérdidas inesperadas. Sin embargo, Amato y Remolona demuestran que el sesgo en la distribución de los rendimientos de la deuda corporativa hace necesaria una cartera extremadamente voluminosa para conseguir dicha diversificación. Para ello, presentan datos actuales sobre los mercados de deuda garantizada que indican que unas carteras tan grandes resultan inalcanzables, por lo que los inversionistas siempre se enfrentan al riesgo de que las pérdidas materializadas superen sus estimaciones. Los autores argumentan que los diferenciales son amplios precisamente para compensar a los inversionistas por tales riesgos.

Aspectos comunes en los diferenciales de los mercados emergentes

La renta fija de los mercados emergentes se ha convertido en un componente muy importante en las carteras de los gestores de inversión. Resulta sorprendente que los diferenciales de estos bonos tiendan a oscilar al unísono en distintos países a lo largo del tiempo. Patrick McGuire del BPI y Martijn Schrijvers del Banco de los Países Bajos investigan hasta qué punto se pueden explicar estos diferenciales mediante uno o dos factores que sean comunes a todos los emisores.

McGuire y Schrijvers se centran en una muestra de 15 emisores de países emergentes para descubrir que los aspectos en común son responsables, en promedio, de un tercio de la variación total registrada diariamente en estos diferenciales. Existe un único factor común que explica por sí solo alrededor del 80% de esta oscilación común y que parece reflejar principalmente los cambios de actitud de los inversionistas con respecto al riesgo.

Swaps de incumplimiento crediticio de un soberano

Los contratos de derivados sobre deuda soberana son un sector creciente del mercado de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS). Frank Packer del BPI y Chamaree Suthiphongchai del Banco de Tailandia consiguen caracterizar el segmento soberano de este mercado examinando datos de un importante agente para intermediarios especializado en CDS durante varios años de cotización y contratación.

Packer y Suthiphongchai descubren que la contratación de CDS sobre soberanos está más concentrada que la de CDS sobre empresas o bancos. Además, también encuentran que los contratos se concentran en activos de referencia con un vencimiento relativamente corto, posiblemente debido a la proporción bastante elevada de soberanos de baja calificación que tienden a emitir títulos de corto vencimiento. Por último, los autores descubren que las primas de los CDS sobre soberanos con calificación muy escasa suelen ser significativamente más amplias que los referentes a sociedades con una calificación igualmente baja. Ambos sugieren que este fenómeno se corresponde con un mercado que confía menos en las consecuencias de un impago por parte de un soberano.

Unificar los mercados de deuda pública en Asia oriental

La crisis asiática de 1997 supuso toda una lección para las autoridades encargadas de la política económica de la región en dos aspectos fundamentales. En primer lugar, les enseñó a acumular reservas de divisas, y, en segundo lugar, a desarrollar mercados locales de deuda fija. Robert McCauley del BPI destaca una relación interesante entre ambos objetivos.

Cuando los bancos centrales de la región acumulan divisas procedentes de entradas de capitales, esterilizan al mismo tiempo estas entradas, es decir, venden deuda en el mercado nacional para evitar que las reservas bancarias aumenten. McCauley demuestra que los bancos centrales que cuentan con un mayor volumen de reservas acaban emitiendo su propia deuda a este efecto después de haber vendido toda la deuda pública de sus carteras. El autor afirma que "Sin embargo, el hecho de que estas obligaciones han consistido normalmente en deuda del banco central ha hecho que se haya desaprovechado la oportunidad [...] de desarrollar el mercado de renta fija".

McCauley propone que la deuda del banco central se convierta en deuda pública, incluso si esto supone la "sobrefinanciación" del Estado. La existencia de un único gran prestamista haría que la deuda se negociase en un mercado más amplio y más líquido. A continuación el autor explica cómo conseguir lo anterior en Corea, Indonesia, Malasia, Taiwan (China) y Tailandia, y cuáles serían sus consecuencias.