



Comunicado de Prensa

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

Ref.:

5 de diciembre de 2005

Informe Trimestral del BPI Diciembre de 2005

El *Informe Trimestral del BPI* publicado hoy consta de dos secciones. En la primera de ellas se describe a grandes rasgos la reciente evolución de los mercados financieros, para analizar después minuciosamente los flujos de financiación en los mercados bancario y de deuda, así como la actividad con contratos de derivados. La segunda parte presenta cinco artículos monográficos, todos ellos relacionados con el desarrollo de nuevos mercados financieros: la aversión al riesgo y las primas por riesgo en el mercado de CDS; la inversión extranjera directa en el sector financiero de economías de mercado emergentes; los mercados de bonos corporativos en Asia; el desarrollo del mercado nacional de títulos del Gobierno en México; y por último, la deuda pública internacional denominada en moneda local en América Latina.

Las perspectivas de inflación inquietan a los inversionistas

El deterioro de las perspectivas de inflación generó nerviosismo entre los inversionistas de todo el mundo en septiembre y octubre. La presión alcista sobre los precios de consumo, derivada en parte de los elevados precios de la energía, hizo que los bancos centrales de Estados Unidos y la zona del euro advirtieran sobre un posible endurecimiento de la política monetaria para contener las perspectivas de inflación. Esto llevó a los inversionistas a revisar al alza sus expectativas sobre la evolución de los tipos de interés oficiales, lo que a su vez elevó los rendimientos en los principales mercados de renta fija. No obstante, los rendimientos a largo plazo permanecieron bajos con respecto a sus máximos de 2004.

Este panorama de endurecimiento más rápido de la política monetaria generó volatilidad en los mercados de renta variable. Las cotizaciones bursátiles cayeron pronunciadamente en todo el mundo a principios de octubre, para recuperarse después en noviembre ante los síntomas de crecimiento económico todavía fuerte en Estados Unidos y los anuncios de fusiones, recompra de acciones y aumentos de dividendos. Esta remontada fue especialmente pronunciada en Japón durante



el periodo analizado, gracias a la incipiente recuperación de la demanda interna que animó a confiar más en el fin de su trayectoria de deflación.

Mientras que los diferenciales en los mercados emergentes evolucionaron a la par de los mercados de acciones, los diferenciales corporativos permanecieron estables. A diferencia de los dos primeros, los mercados de deuda empresarial no han logrado recuperarse del episodio de ventas generalizadas de principios de 2005, debido en gran medida a la inquietud por el impacto que pudiera tener en la solvencia de las empresas el creciente número de medidas ventajosas para el accionista.

El mercado internacional de títulos de deuda

El endeudamiento a través del mercado de deuda internacional se frenó durante el tercer trimestre de 2005, con un descenso del 19% en la emisión bruta de bonos y pagarés con respecto al trimestre anterior. No obstante, la intensa actividad emisora de principios de año hizo que la emisión bruta en el tercer trimestre fuera casi un 10% superior en términos interanuales. Mientras que en Estados Unidos las emisiones crecieron con fuerza, en la zona de euro se redujeron. Una vez más, las entidades de alta rentabilidad aumentaron su endeudamiento en el mercado internacional, superando así un débil segundo trimestre en el que el sector automovilístico de Estados Unidos había atravesado por dificultades.

Por su parte, las economías de mercado emergentes siguieron tomando en préstamo grandes cantidades durante el tercer trimestre, al alcanzar un nuevo mínimo los diferenciales sobre su deuda en los mercados secundarios. Sus emisiones internacionales en moneda local permanecieron especialmente robustas, por lo que 2005 parece que será un año récord para este segmento del mercado. Los prestatarios de América Latina fueron una vez más los que acapararon la mayor parte de la emisión en moneda local, destacando el Gobierno brasileño, que en septiembre emitió títulos por valor de 1.500 millones de dólares.

Mercados de derivados

En el tercer trimestre de 2005, descendió la actividad en los mercados internacionales de derivados. Con respecto al trimestre anterior, el volumen de negociación combinado con contratos sobre renta fija, índices bursátiles y divisas se contrajo un 4%, hasta los 357 billones de dólares, aunque debido principalmente a factores estacionales que tienden a reducir la actividad en el segmento sobre tipos de interés durante el tercer trimestre. En cambio, la tasa de crecimiento interanual se incrementó ligeramente hasta el 23%, tras haber alcanzado el 21% en el trimestre anterior.

El crecimiento fue especialmente intenso en el mercado de futuros y opciones sobre índices bursátiles, que ganó un 22% hasta llegar a 34 billones de dólares en el tercer trimestre, dejando atrás un primer semestre algo deslucido. En el segmento de contratos sobre índices bursátiles, Corea superó por primera vez a Estados Unidos. En cuanto a los derivados sobre divisas, el crecimiento del mercado de bonos nacionales en México ha animado el desarrollo de un mercado extrabursátil cada vez más sofisticado de derivados sobre el peso mexicano.

El aumento de negociación con *swaps* de incumplimiento crediticio en la primera mitad de 2005 atemperó el episodio de ventas en los mercados de deuda de la



primavera pasada. Las cantidades nocionales se ampliaron el 60% hasta alcanzar los 10 billones de dólares, sobrepasando con mucho los volúmenes subyacentes, lo cual intensifica el riesgo de iliquidez. A esto se une que la asignación de riesgo a terceros sin notificación a la contraparte ha generado un atasco en las confirmaciones. Aunque los agentes del mercado se han comprometido a mejorar el funcionamiento de sus servicios de procesamiento, todavía es pronto para saber cuánto se ha progresado.

El mercado bancario internacional

En el *segundo trimestre de 2005*, la actividad interbancaria provocó un fuerte incremento de las posiciones transfronterizas de los bancos declarantes al BPI. Las entidades de crédito canalizaron fondos a otros bancos de Estados Unidos, el Reino Unido y centros extraterritoriales, un tercio de los cuales aproximadamente correspondió a operaciones entre sucursales del mismo banco. El crédito a clientes no bancarios también siguió en aumento, al invertir los bancos en títulos de deuda, especialmente de la zona del euro.

Las economías emergentes, por su parte, registraron en conjunto una considerable salida neta de fondos. El encarecimiento del petróleo en los últimos años ha aumentado considerablemente los ingresos de los países que lo exportan, quienes pueden optar por gastarlo o invertirlo. En la medida en que dichos países han canalizado parte de estos fondos hacia bancos en el extranjero, los depósitos de las entidades declarantes al BPI han ido en aumento. La salida neta de fondos relativamente importante del segundo trimestre puede atribuirse pues al aumento de depósitos de residentes en Arabia Saudita, Rusia, Venezuela y otros países exportadores de petróleo.

Este reciclaje de petrodólares hacia el sistema financiero internacional difiere en muchos aspectos de la pauta observada en episodios anteriores de encarecimiento del petróleo. Mientras que en el pasado los países exportadores de petróleo colocaron parte importante de sus petrodólares en depósitos bancarios, esta vez les están dando un uso diferente, incrementando con ello la proporción de petrodólares que no puede contabilizarse en base a los datos de la contraparte. Asimismo, aunque los depósitos en petrodólares todavía son sustanciosos, la importancia de la OPEP como fuente de financiación para los bancos declarantes al BPI ha ido disminuyendo con el tiempo.

Artículos monográficos

Aversión al riesgo y primas por riesgo en el mercado de CDS

Los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (*credit default swaps*, CDS) compensan al inversionista por la pérdida esperada, pero al mismo tiempo contienen una prima por riesgo debido a la aversión de éste al riesgo de incumplimiento. Partiendo del análisis de los diferenciales sobre índices de CDS y de las probabilidades de incumplimiento para los componentes del índice entre 2002 y 2005, Jeffery Amato del BPI encuentra que las estimaciones de primas por riesgo y aversión al riesgo han oscilado marcadamente en los últimos años. El autor demuestra con estadísticas que ambos factores se han visto afectados no sólo por determinantes macroeconómicos como la orientación de la política



monetaria, sino también por elementos técnicos del mercado, como la emisión de bonos de titulización de deuda (CDO).

Bancos extranjeros en economías de mercado emergentes: nuevos participantes, nuevos desafíos

La inversión extranjera directa en el sector financiero (IEDSF) de economías de mercado emergentes se ha disparado en los últimos diez años. A partir de un informe publicado recientemente por el Comité sobre el Sistema Financiero Global, Dietrich Domanski del BPI analiza la IEDSF en diferentes regiones y tipos de instituciones de economías emergentes. Aunque reconoce los beneficios que aporta este tipo de inversión en términos de eficiencia financiera, el autor defiende que la propiedad extranjera de los bancos presenta una serie de desafíos para los países anfitriones, debido al traslado de la toma de decisiones y a las posibles incompatibilidades entre las estructuras organizativas del banco foráneo y el sistema legal y regulador del país de acogida. Domanski concluye que muchos de estos problemas se resolverían mediante la cooperación internacional de los reguladores y los bancos centrales.

Los mercados de deuda corporativa en Asia

En los últimos años, las autoridades económicas de Asia han comenzado a interesarse por el desarrollo de mercados de deuda corporativa y no gubernamental que, según Jacob Gyntelberg, Guonan Ma y Eli Remolona del BPI, se presentan en todo tipo de tamaños. Los autores explican cómo algunos de los mercados primarios se han abierto con éxito al extranjero, mientras que otros han optado por emisores semipúblicos. En los mercados secundarios, por su parte, puede escasear la liquidez debido, en diversos grados, a su estrecha base de inversionistas, a la mala adecuación de las microestructuras y a la falta de información oportuna sobre los emisores. En sus conclusiones, los autores señalan que, a más largo plazo, los factores más importantes para el desarrollo de los mercados de bonos corporativos podrían ser la diversificación de la gama de inversionistas y la mejora del flujo de información crediticia.

Reducción de la vulnerabilidad financiera: el desarrollo del mercado de deuda pública nacional en México

Los mercados de deuda pública nacional denominada en pesos se han expandido rápidamente en México desde la crisis “tequila” de mediados de los años 90. Serge Jeanneau del BPI y Carlos Pérez Verdía del Banco de México defienden que a ello han contribuido diversas iniciativas desarrolladas por el Gobierno mexicano, como la prolongación de la estructura de vencimientos de la deuda pública nacional, el aumento de la liquidez en el mercado secundario y la mejora de la eficiencia en las subastas del mercado primario. Con todo, los autores previenen sobre las vulnerabilidades que todavía persisten.

Deuda pública internacional denominada en moneda local: evolución más reciente en América Latina

Los Gobiernos de América Latina suelen enfrentarse a dificultades significativas a la hora de emitir en los mercados internacionales deuda denominada en su moneda local. A través de la experiencia reciente de tres países de la región



(Brasil, Colombia y Uruguay), Camilo Tovar del BPI argumenta que ciertos cambios estructurales y cíclicos han favorecido la emisión de estos bonos, aunque señala que aún está por ver hasta qué punto la emisión de deuda internacional en moneda local complementa el desarrollo de los mercados de deuda nacional.