



Comunicado de Prensa

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

Ref.: 06/2003S

10 de marzo de 2003

Informe Trimestral del BPI Marzo de 2003

El *Informe Trimestral del BPI* publicado hoy consta de dos secciones. La primera de ellas analiza los últimos acontecimientos en los mercados financieros, los flujos crediticios en los mercados bancarios y de deuda, y la actividad con contratos derivados. La segunda sección recoge artículos sobre asuntos de especial interés. En esta ocasión, se publican tres artículos que versan sobre: instrumentos para gestionar las reservas oficiales en dólares, el mercado de *swaps* de tipos de interés en euros, y la relación entre la volatilidad del mercado y la negociación de derivados en mercados organizados.

Evolución de la actividad bancaria y financiera internacional

La incertidumbre desluce el clima de optimismo

La constante amenaza de una guerra contra Iraq ha ensombrecido en general las noticias sobre la evolución de la economía mundial en los últimos meses. En octubre y noviembre de 2002, el optimismo de los inversores impulsó los mercados de acciones y de renta fija privada, acentuando la pendiente de la curva de rendimientos. Sin embargo, a partir de diciembre, la incertidumbre sobre las consecuencias económicas que pudiera tener una guerra comenzó a pesar más en los mercados. Una vez disipado el optimismo, parece que los inversores concedieron poca importancia a los anuncios macroeconómicos. Para mediados de febrero, la prima de una guerra ya había anulado la mayoría de las ganancias obtenidas en las bolsas a finales de 2002. Las curvas de rendimiento se aplanaron un poco con respecto a sus niveles de finales de noviembre, a pesar de lo cual continuaron descontando una recuperación económica, aunque algo más modesta.

Si bien el mercado internacional de deuda privada ofrecía condiciones crediticias más favorables, no consiguió crear demasiadas emisiones netas. Esta escasa demanda de fondos fue el reflejo de la reticencia de las empresas a aumentar su apalancamiento ante las inciertas expectativas económicas. La necesidad de reducir el endeudamiento fue especialmente acuciante para las empresas que habían perdido su calificación crediticia de grado de inversión. Unos planes de reestructuración que favorecían a los acreedores en detrimento de los accionistas permitieron que la renta fija privada se distanciara del comportamiento de la renta variable a principios de 2003, manteniéndose estables los diferenciales crediticios a pesar de la caída de los precios de las acciones.

La hospitalidad de los mercados de capital hacia finales del año también se dejó sentir entre los emisores de los mercados emergentes. Tras las elecciones presidenciales, Brasil obtuvo una notable mejora de la opinión de los inversionistas. A pesar de que los diferenciales de la deuda pública permanecieron bastante amplios, los emisores brasileños se apresuraron a retornar a los mercados internacionales para refinanciar la deuda con vencimiento cercano. El caso de Venezuela fue todo lo contrario, a medida que se fue prologando la huelga nacional contra el Gobierno. Los estragos de la huelga se vieron agravados por las previsiones de una guerra contra Iraq, lo cual provocó una subida de los precios del petróleo, empeorando así las expectativas sobre el fortalecimiento de la economía mundial.

El mercado internacional de títulos de deuda

Durante el *cuarto trimestre* de 2002, siguió disminuyendo la financiación disponible en el mercado internacional de deuda. Con el estancamiento de la economía mundial, la emisión neta apenas alcanzó los \$185 mil millones, cifra bastante inusual cuyo antecedente más cercano se remonta al periodo de inestabilidad que atravesó el mercado en la segunda mitad de 1998. La emisión neta de deuda por parte de instituciones financieras privadas siguió mostrándose especialmente anodina. En términos brutos, sin embargo, las emisiones alcanzaron \$501 mil millones, lo que supone un aumento del 15% entre el tercer y cuarto trimestre. El grueso de las ganancias se destinó a amortizaciones de deuda, que alcanzaron un nivel sin precedentes durante el trimestre.

La reducción de los diferenciales de la deuda empresarial a lo largo del trimestre apunta a que la causa principal de la debilidad de la deuda neta fue la escasa demanda de fondos por parte de las empresas. Así pues, la desaceleración de la actividad económica internacional y la reticencia de las empresas a la hora de incurrir en más deudas fueron los principales factores que subyacieron tras la disminución de la demanda. No obstante, las condiciones crediticias continuaron siendo rígidas para algunos prestatarios, en especial para los emisores de instrumentos negociables de baja calificación.

Los mercados derivados

El volumen agregado de derivados financieros negociados en bolsa observados por el BPI se redujo durante el *cuarto trimestre* de 2002. El valor negociado se contrajo un 12% con respecto al trimestre anterior, para situarse en \$170 mil millones, tras haber crecido un 14% durante el tercer trimestre. La actividad disminuyó en todos los grupos de riesgo de los principales mercados, a saber, renta fija, divisas e índices bursátiles, si bien la negociación con estos últimos se redujo tan sólo ligeramente. El volumen de negociación alcanzó un mínimo histórico en octubre, aunque en la segunda semana de dicho mes los mercados bursátiles estadounidenses y europeos comenzaron a recuperarse, para acabar contrayéndose gradualmente durante los dos meses siguientes. En el mercado extra-bursátil, se empezó a negociar un nuevo tipo de contrato: opciones sobre los principales anuncios macroeconómicos en Estados Unidos.

El mercado bancario internacional

La actividad en este mercado durante el *tercer trimestre* parece haber reflejado la mayor aversión al riesgo por parte de los inversores internacionales durante dicho periodo. Los bancos informantes al BPI invirtieron sustanciales sumas en títulos del Estado de la zona del euro y de Estados Unidos, así como en otros activos de bajo riesgo. Al mismo tiempo, el crédito transfronterizo a empresas y bancos continuó en un nivel moderado. Durante el tercer trimestre, los flujos bancarios hacia los mercados emergentes también viraron hacia activos de mayor calidad. América Latina sufrió la mayor salida de fondos bancarios desde el tercer trimestre de 1999, mientras que Asia oriental recibió un flujo récord de fondos.

Artículos monográficos

Elección de instrumentos para gestionar reservas de divisas en dólares

Los gestores de reservas oficiales de divisas han dejado de preocuparse por la reducción en la oferta de los títulos del Tesoro de Estados Unidos, para pasar a hacer frente al reto que supone elegir el instrumento más adecuado, en una coyuntura con tipos de interés bajos. Robert McCauley y Ben Fung estudian las reservas en dólares estadounidenses para analizar de qué forma han afrontado los bancos centrales este reto en los últimos años. Para ello, se hacen tres preguntas: ¿Cómo se invierte la cartera oficial de dólares? ¿Cómo ha ido evolucionando la gama de instrumentos disponibles? Y por último, ¿cómo han afectado a dicha evolución los recientes acontecimientos; a saber, la recesión, el déficit fiscal en Estados Unidos, el escaso rendimiento de los valores del Tesoro y las quiebras empresariales? Los autores concluyen que las carteras oficiales en dólares han seguido diversificándose, alejándose de los títulos del Tesoro y apostando cada vez más por los títulos de deuda de agencias gubernamentales y empresas. Los últimos acontecimientos han aminorado el ritmo de esta tendencia, pero no han conseguido invertirla.

El mercado de swaps de tipos de interés en euros

Este mercado es uno de los mayores y más líquidos del mundo. Fue uno de los primeros mercados financieros que se integró tras la creación de la Unión Monetaria Europea, convirtiéndose rápidamente en un mercado de referencia. Eli Remolona y Philip Wooldridge examinan la evolución de este mercado, estudiando su crecimiento hasta alcanzar el estatus de mercado de referencia (“*benchmark*”), la continua importancia del riesgo de contraparte en este segmento, la creciente concentración de intermediarios y la estabilidad de su liquidez. Los autores atribuyen parte del crecimiento de este mercado a la constante fragmentación de los mercados de deuda pública y de *repos* en Europa. Además sugieren que, si bien el mercado de *swaps* en euros goza de gran liquidez, ésta puede evaporarse en periodos de volatilidad.

Volatilidad y volumen de negociación con derivados: una sutil relación

¿Conduce la volatilidad del mercado a un aumento de la actividad con derivados? Estudios empíricos anteriores basados en datos diarios (o incluso más frecuentes) indican que la respuesta a esta pregunta sería afirmativa. Serge Jeanneau y Marian Micu se hacen esta pregunta desde una nueva perspectiva, inquiriendo si lo que es cierto para datos diarios o intra diarios, también lo es cuando se considera una frecuencia mensual. Antes de estudiar este asunto desde un punto de vista empírico, los autores analizan las causas que explicarían esta relación entre volatilidad y volumen de negociación. A continuación, estudian dos segmentos distintos: el de derivados sobre el índice S&P 500 y el de contratos sobre letras del Tesoro estadounidense a 10 años. Asimismo, utilizan dos medidas de la volatilidad conceptualmente distintas, a saber, la volatilidad obtenida a partir de oscilaciones en el precio real y la volatilidad implícita en los precios de las opciones. Sorprendentemente, no encuentran una relación directa entre la volatilidad y el volumen de negociación en derivados de letras del Tesoro, pero sí descubren una relación inversa con respecto a los contratos sobre el índice bursátil. Además, no ven diferencia alguna entre los efectos de ambos tipos de volatilidad.