



# Comunicado de Prensa

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

8 de septiembre de 2003

---

## Informe Trimestral del BPI Septiembre 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 de financiación en los mercados bancarios y de deuda, y la actividad con contratos de derivados. En la segunda se presentan cuatro artículos monográficos de especial interés: la evolución de los vínculos entre los mercados financieros maduros y los emergentes; diferencias entre las calificaciones de la deuda soberana en moneda local y extranjera; aspectos relacionados con la búsqueda de rendimiento por parte de los administradores de reservas internacionales; y novedades que atañen a los gestores institucionales de fondos.

### **Evolución de la actividad bancaria y financiera internacional**

#### **Ventas generalizadas en los mercados de renta fija**

A finales de junio y en julio, los mercados internacionales de renta fija sufrieron su mayor oleada de ventas desde 1994. Los rendimientos en dólares estadounidenses, yenes y euros aumentaron vertiginosamente. Este incremento reflejó, en parte, la revisión al alza de las expectativas de los inversionistas en renta fija acerca de las perspectivas de crecimiento mundial. Otro factor que parece haber influido en esta subida es el cambio de opinión de los inversores en renta fija en cuanto a la probabilidad de que la Reserva Federal de Estados Unidos emprendiera operaciones no convencionales de política económica.

En el mercado del dólar estadounidense, este repunte de rendimientos se vio acrecentado por las operaciones de cobertura que realizaron los tenedores de bonos de titulización hipotecaria (*mortgage-backed securities, MBS*). Al aumentar los rendimientos, el ritmo de refinanciación de hipotecas comenzó a frenarse, dejando a los inversionistas con unas carteras de MBS de duración superior a la prevista. Para poder alcanzar la duración que se habían propuesto, muchos inversionistas recurrieron al mercado de *swaps* sobre tipos de interés, donde su demanda de los tramos de interés fijo de estos contratos hizo que se duplicaran los diferenciales de los *swaps*.

En su mayor parte, los mercados crediticios y bursátiles apenas se vieron afectados por estos acontecimientos. A pesar de que los diferenciales de los valores de alto rendimiento y de mercados emergentes se ampliaron a medida que se moderó la búsqueda del rendimiento, la volatilidad de los mercados de deuda pública y *swaps* no dispararon ventas masivas generalizadas en los mercados de crédito. Algo parecido ocurrió en los mercados bursátiles; de hecho, la bolsa de Tokio remontó al crecer los rendimientos de la

renta fija. Las valoraciones de los bancos y muchas otras entidades financieras siguieron la evolución de los índices amplios del mercado, lo que indica que a los inversionistas en renta variable no les inquietaba el impacto que pudieran tener unos rendimientos más elevados en los balances de estas entidades.

### **El mercado internacional de títulos de deuda**

En el *segundo trimestre de 2003*, continuó el fuerte acceso a la financiación a través del mercado internacional de deuda. La emisión neta agregada alcanzó los \$346 mil millones, cifra prácticamente idéntica a la del trimestre anterior. La emisión neta en el primer semestre se situó así en \$701 mil millones, lo que supone un 8% de aumento con respecto al mismo periodo de 2002 y un incremento significativo frente a la débil actividad registrada durante el ínterin. El apetito de los inversionistas por el rendimiento acaparó las nuevas emisoras, al tiempo que los prestatarios siguieron aprovechando los tipos de interés a largo plazo situados en mínimos históricos para alargar el vencimiento de su deuda.

La mayor demanda de productos crediticios creó un entorno favorable para las emisiones de menor calificación, por lo que los prestatarios de mercados emergentes en concreto siguieron sacando partido de unos mercados internacionales de capital muy receptivos. Su financiación a través de los mercados internacionales de deuda permaneció bastante activa, a medida que los diferenciales de la deuda soberana de alto rendimiento caían a niveles desconocidos desde finales de la década de los 90. En este trimestre también se registró un significativo repunte de emisiones con grado especulativo por parte de entidades de países desarrollados.

### **Los mercados de derivados**

Durante el *segundo trimestre de 2003*, siguió creciendo el volumen agregado de derivados financieros negociados en bolsa contabilizados por el BPI. El valor global de negociación de derivados sobre tipos de interés, índices bursátiles y divisas creció un 24% hasta alcanzar \$246 billones. Se registró un nivel de negociación dinámico en las principales categorías de riesgo de mercado, si bien la actividad fue especialmente vigorosa en los contratos sobre tipos de interés.

Los derivados sobre tipos de interés, que suponen la mayor de las principales categorías de riesgo de mercado, siguieron creciendo con fuerza durante el segundo trimestre, aumentando su volumen de actividad en un 25% para alcanzar los \$226,2 billones, en comparación con un aumento del 18% experimentado en el primer trimestre. La mayoría de este incremento se produjo en las bolsas de Estados Unidos y pareció deberse a operaciones de cobertura relacionadas con futuras decisiones de política monetaria.

### **El mercado bancario internacional**

Durante el *primer trimestre de 2003*, los préstamos a entidades no bancarias acapararon los flujos de actividad en el mercado bancario internacional, principalmente mediante la contratación de *repos*, la financiación intragrupo y el crédito a las Administraciones Públicas. Siguiendo la tendencia observada desde mediados de 2002, y a resultas del moderado crecimiento económico, los bancos en la mayoría de países desarrollados alejaron sus carteras crediticias consolidadas de los prestatarios no bancarios del sector privado. Asimismo, muchos sistemas bancarios continuaron reduciendo sus préstamos a países en desarrollo con menor calificación.

Los mercados emergentes experimentaron una entrada de fondos, aunque siguieron quedando de relieve las diferencias entre regiones. Persistieron las salidas netas de fondos de América Latina, lo que refleja desplazamientos de depósitos y contracciones del crédito concedido a entidades distintas de bancos en México, Brasil y Argentina. Esta tendencia quedó más que compensada por las entradas netas en la región de Asia-

Pacífico, principalmente como resultado del aumento del crédito concedido al sector bancario chino. Los países europeos emergentes, especialmente aquellos en vías de adhesión a la Unión Europea, volvieron a ser receptores de más créditos bancarios.

## **Artículos monográficos**

### **La evolución de los vínculos entre los mercados maduros y los emergentes**

Los mercados financieros emergentes y los maduros están ahora más interconectados que nunca antes desde la Primera Guerra Mundial. Philip Wooldridge, Dietrich Domanski y Anna Cobau, todos ellos del BPI, documentan tres maneras en las que se ha ido produciendo esta integración. En primer lugar, la variedad de inversionistas extranjeros en mercados emergentes ha aumentado en los últimos años. En segundo lugar, las operaciones realizadas por entidades financieras fuera de sus países de origen desempeñan un papel cada vez más importante —en ocasiones incluso dominante— en los sistemas financieros de muchos mercados emergentes. Por último, los residentes en mercados emergentes participan cada vez más en los sistemas financieros en el extranjero, tanto en calidad de emisores como de inversionistas. Una vez analizada esta evolución, los autores identifican diversos asuntos conexos que atañen a las políticas públicas.

### **Divergencias entre la calificación de la deuda soberana en moneda local y en moneda extranjera**

Las agencias de calificación tienen por costumbre conceder una calificación en moneda local para la deuda soberana además de su calificación en moneda extranjera. Al analizar esta práctica, Frank Packer del BPI descubre que la calificación en moneda local es a menudo superior, a raíz de la supuesta mayor capacidad y disposición de los emisores soberanos para cancelar su deuda denominada en su propia moneda. A continuación, analiza la frecuencia y cuantía en que la calificación en moneda local supera a aquella en moneda extranjera. Sus conclusiones revelan que existen diferencias no sólo entre prestatarios, sino también sorprendentes divergencias según las agencias, lo que apunta a un desacuerdo incluso mayor entre agencias en cuanto a su evaluación de riesgos asociados a las obligaciones en moneda local.

### **En busca del rendimiento: alternativas para administradores de reservas internacionales**

En un entorno de mínimos históricos en el rendimiento de la deuda pública de elevada calificación, los administradores de reservas internacionales han tenido que buscar instrumentos de mayor rendimiento para poder mejorar los beneficios. Eli Remolona del BPI y Martijn Schrijvers del Banco de los Países Bajos analizan tres casos en los que las cuestiones relacionadas con un mayor rendimiento revisten especial interés. En concreto, utilizan una cartera con vencimiento a más largo plazo, otra de renta fija privada y otra con instrumentos denominados en divisas de elevada rentabilidad. En el caso de la cartera con mayor duración, se preguntan si el entorno actual de bajos rendimientos implica un nuevo compromiso entre duración y volatilidad. En cuanto a la deuda empresarial, se centran en cómo gestionar una cartera en la que el riesgo se caracteriza por una escasa probabilidad de sufrir grandes pérdidas. Por último, los autores cuestionan si un mayor rendimiento con determinadas divisas tiende a quedar anulado por las oscilaciones en los tipos de cambio.

### **Gestores institucionales de fondos: tendencias, incentivos y eficiencia del mercado**

Los gestores institucionales de fondos están adquiriendo una creciente importancia en la esfera financiera internacional. Ingo Fender del BPI se basa en un reciente informe del

Comité sobre el Sistema Financiero Global para analizar cómo han ido evolucionando la estructura del sector y los mecanismos de incentivo para estos administradores de carteras de inversión. A continuación, analiza cómo podrían afectar estos cambios a la eficiencia de los mercados financieros. El volumen de activos gestionados en este sector hace que los incentivos de estos inversionistas puedan influir significativamente en la asignación de recursos por parte de los mercados financieros internacionales.