



## Comunicado de Prensa

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

Ref.:

14 de junio de 2004

---

### Informe Trimestral del BPI Junio de 2004

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 de financiación en los mercados bancario y de deuda, y la actividad con contratos de derivados. La segunda parte recoge tres artículos: el primero analiza el efecto que producen los anuncios de calificaciones crediticias; el segundo examina la liquidez y evolución de los mercados asiáticos de renta fija denominada en moneda local y el tercero estudia los contratos a plazo sobre divisas con liquidación por diferencias (*NDF*) en monedas asiáticas.

#### **Las perspectivas de subida de los tipos de interés sacuden los mercados**

Las perspectivas de una posible subida de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos antes de lo previsto desencadenaron una oleada de ventas en los mercados financieros mundiales entre abril y principios de mayo. Los mercados de todo el mundo reaccionaron de forma inusitadamente enérgica ante los datos macroeconómicos de Estados Unidos y ante un anuncio de la Reserva Federal en el que daba a entender que podría ser menos paciente a la hora de subir los tipos de interés, lo que condujo a pérdidas a los mercados bursátiles y de deuda pública. Invirtiendo la tendencia anterior de búsqueda de rentabilidad, los diferenciales de la deuda soberana de economías de mercado emergentes se ampliaron bruscamente. Mientras tanto, el encarecimiento del petróleo también pesó en los mercados.

Si bien la mayoría de los mercados cayeron, algunos lo hicieron más que otros. Además, mercados que antes habían ido muy a la par, dieron muestras de desacople. Los rendimientos de los bonos estadounidenses aumentaron de forma más acentuada que los de otros mercados principales, desligándose en especial de los rendimientos en euros. Los diferenciales de los bonos de mercados emergentes se ampliaron mucho más que los de la deuda empresarial de alto rendimiento, debido en parte a la importancia de las operaciones especulativas de *carry trade* para los mercados de deuda emergentes. Las bolsas de Asia perdieron más que otros mercados bursátiles, ante el temor a una posible desaceleración de la economía china.

Pese a la magnitud de la oleada de ventas, los mercados mantuvieron la calma. Hubo pocos indicios de que los bruscos movimientos en los precios hubieran puesto a emisores o inversionistas en dificultades financieras inmediatas, aunque los que están más

expuestos a una subida de tipos de interés aún podrían verse en apuros en los próximos meses.

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

En el *primer trimestre de 2004*, la captación de financiación en el mercado de títulos de deuda internacional se mantuvo en niveles históricamente altos, gracias a la recuperación de la economía mundial y a unas fáciles condiciones de financiación. La emisión neta alcanzó su segundo máximo trimestral consecutivo al situarse en 518 mil millones de dólares. Los prestatarios del sector público, especialmente en Europa y América Latina, se contaron entre los más activos, al tiempo que los volúmenes de emisión de las instituciones financieras y de empresas con menor calificación crediticia se mantuvieron firmes. Las emisiones en las economías emergentes mantuvieron su tendencia a aumentar, mientras que la obtención de financiación por empresas no financieras con categoría de inversión se desplazó ligeramente desde los mercados de valores a largo plazo hacia los mercados de efectos comerciales.

El brío de la actividad emisora reflejó el bajo nivel histórico de los diferenciales de crédito en prácticamente todo el espectro de deuda. Incluso después de ampliarse ligeramente durante el primer trimestre, los diferenciales permanecieron extraordinariamente estrechos para lo que había sido habitual en los cinco últimos años. A su vez, esto reflejó en gran medida la "búsqueda de rentabilidad" entre los inversionistas que estaban dispuestos a adoptar posiciones ligeramente más arriesgadas ante los rendimientos nominales excepcionalmente bajos de los activos libres de riesgo.

En abril, la actividad emisora aminoró su ritmo en la mayoría de los sectores, en un contexto de ampliación de los diferenciales de crédito y de creciente incertidumbre sobre el momento oportuno y las consecuencias de un desplazamiento hacia una orientación menos acomodaticia de la política monetaria en Estados Unidos. La emisión de deuda en los mercados emergentes de Asia y América Latina disminuyó, manteniendo en cambio su fortaleza en los países emergentes de Europa como anticipo a la ampliación de la Unión Europea en mayo.

### **Los mercados de derivados**

En el *primer trimestre* de 2004, volvió a aumentar el volumen agregado de derivados financieros negociados en bolsa supervisados regularmente por el BPI. El valor global de las operaciones con derivados sobre tipos de interés, índices bursátiles y divisas aumentó un 31% con respecto al trimestre anterior, alcanzando los 272 billones de dólares. Los contratos sobre renta fija y divisas fueron especialmente activos, aumentando aproximadamente un 35% su volumen de negociación. El negocio con contratos sobre índices bursátiles fue contenido en términos comparativos, con un aumento del 9%.

El volumen de contratación mundial se disparó en el primer trimestre, con un repunte de la actividad en marzo, marcándose diariamente nuevos récords de negociación en muchas bolsas. La contratación de opciones sobre tipos de interés europeos a corto plazo y de futuros sobre deuda pública alemana fue desacomostumbradamente vigorosa, ya que los agentes del mercado se fueron convenciendo de que los débiles datos económicos inducirían al BCE a recortar sus tipos de interés oficiales.

Según el BPI, los últimos datos semestrales sobre posiciones agregadas en el segmento de derivados extrabursátiles muestran una actividad sostenida en el *segundo semestre de 2003*, aumentando un 16% el importe nominal de los contratos en circulación, hasta rondar los 200 billones de dólares. Los valores de contratación brutos disminuyeron un 12%, en lo que supuso su primer retroceso desde 2001.

## **El mercado bancario internacional**

Tras una importante contracción en el tercer trimestre de 2003, en el *cuarto trimestre* la actividad en el mercado interbancario internacional retornó a los niveles registrados a principios de año. Los derechos de cobro en dólares estadounidenses contribuyeron en gran medida a esta recuperación, al prestarse entre sí los bancos en centros extraterritoriales, el Reino Unido y la zona del euro, así como al prestarles a bancos en Estados Unidos. Los créditos a clientes no bancarios, que habían dado señales de vida en el tercer trimestre, se estancaron en el cuarto; el modesto aumento de la actividad se materializó sobre todo en la concesión de crédito desde centros extraterritoriales a prestatarios en Estados Unidos.

A lo largo del cuarto trimestre, continuó el desplazamiento de los bancos desde posiciones en valores de mercados emergentes hacia títulos de deuda algo más seguros, si bien lo hizo de forma menos acusada que en trimestres anteriores. Este giro quedó reflejado en un recorte de la proporción de préstamos hacia América Latina y en un aumento de la proporción hacia el sector público en algunas regiones. Estas tendencias de los flujos de capital se unieron a una mayor contratación de títulos de deuda emitidos en economías de mercado emergentes.

La expansión de los depósitos en bancos declarantes al BPI superó al aumento de la financiación, dando como resultado una salida neta de fondos desde las economías de mercado emergentes. Así ocurrió en Asia-Pacífico, América Latina, Oriente Medio y África, mientras que el aumento de los préstamos bancarios hacia los países emergentes europeos dio lugar a entradas netas de capital en la región.

## **Artículos monográficos**

### **El efecto de los anuncios de calificaciones crediticias en los precios**

Los inversionistas, a la hora de determinar el riesgo de incumplimiento de los bonos corporativos, utilizan calificaciones crediticias y otros tipos de información. Marian Micu, Eli Remolona y Philip Wooldridge, todos ellos del BPI, calibran la información adicional contenida en las calificaciones mediante un análisis del efecto que producen diversos tipos de anuncios de calificación, como "*reviews*" (en revisión) "*credit watches*" (revisión especial), "*outlooks*" (en perspectiva) así como los cambios de calificación. Con la ayuda de datos sobre el mercado relativamente líquido de *swaps* de incumplimiento crediticio, concluyen que las calificaciones aportan sin duda información adicional a los agentes del mercado. Incluso los anuncios que van precedidos de ajustes previos de los diferenciales parecen ofrecer información relevante.

### **Los mercados asiáticos de bonos denominados en moneda local**

Guorong Jiang y Robert McCauley del BPI estudian la liquidez y la evolución más reciente de los mercados asiáticos de bonos denominados en moneda local y encuentran que las condiciones de liquidez varían considerablemente entre las distintas economías. La liquidez se ve favorecida cuando el mercado es grande y se realizan grandes emisiones individuales, mientras que se ve perjudicada cuando los inversionistas compran para mantener sus posiciones. Los autores defienden que la liquidez mejoraría con medidas destinadas a consolidar los diferentes segmentos del mercado en torno a menos emisores públicos y a un número más reducido de emisores individuales pero de mayor tamaño. Además, también resultan favorables los esfuerzos por desarrollar mercados para la cobertura de riesgos y ampliar la base de inversionistas. Los autores también encuentran que los rendimientos obtenidos con bonos de alta rentabilidad denominados en moneda local superan a los de los títulos del Tesoro de Estados Unidos en términos agregados, lo cual indica que la deuda asiática local puede ser considerada como una categoría de

activos por sí misma, sin perjuicio de la estrecha relación que mantienen las monedas asiáticas con el dólar estadounidense.

### **Mercados de contratos a plazo con liquidación por diferencias en Asia**

Guonan Ma, Corrinne Ho y Robert McCauley del BPI realizan un recorrido por los seis mercados asiáticos de contratos a plazo sobre divisas con liquidación por diferencias (*non-deliverable forward, NDF*) y constatan que su volumen de contratación agregado ha crecido, especialmente para el renminbi, de manera que estos contratos representan el grueso de la negociación global de NDF. Con respecto a los contratos al contado, los NDF asiáticos suelen ser más volátiles y tienden a mantener una mayor correlación positiva entre ellos. Además, responden de forma similar a los movimientos de las tasas a plazo de las principales divisas. Los autores encuentran una tendencia hacia diferenciales amplios entre los tipos de interés implícitos en los NDF dentro y fuera del territorio, lo que sugiere una segmentación entre ambos mercados.