



## Comunicado de Prensa

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

6 de septiembre de 2004

---

### Informe Trimestral del BPI Septiembre de 2004

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. La segunda parte presenta cuatro artículos que versan sobre: el canal de comunicación común que abre el nuevo marco de Basilea II, las ventajas que ofrecen los bonos asiáticos denominados en moneda local para una cartera diversificada, el giro sectorial que se ha producido en el mercado de eurodólares en Londres, y por último, la influencia que tienen los anuncios macroeconómicos en las volatilidades implícitas en los mercados de *swaptions*.

#### Reconsideración de la recuperación económica

Los meses de julio y agosto de 2004 fueron testigos de divergencias en la opinión de los mercados acerca del vigor de la recuperación económica mundial. El rendimiento de los bonos y el precio de las acciones disminuyeron, mientras que los diferenciales de rendimiento de la deuda empresarial apenas variaron. Los mercados anticiparon con facilidad las subidas de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos en junio y agosto (por primera vez desde el año 2000), pero la sorprendente lentitud del crecimiento del empleo en este país se dejó sentir en los mercados tanto de renta fija como variable. A todo ello se unió el encarecimiento del petróleo. En cambio, los inversionistas en los mercados crediticios parecieron no alterarse ante estos acontecimientos.

En cuanto a los mercados emergentes de deuda, los inversionistas incluso se mostraron alcistas. Gran parte de la ampliación de los diferenciales de deuda soberana registrada en abril y mayo quedó invertida en agosto, gracias a la reanudación de estrategias de *carry trade*. En vista de unas condiciones de financiación tan favorables, el ritmo de endeudamiento en los mercados emergentes no dio muestras de moderación, siendo concretamente las empresas asiáticas las que más aumentaron su emisión de títulos internacionales.

#### El mercado internacional de títulos de deuda

En el *segundo trimestre de 2004*, disminuyó en cierta medida el volumen de títulos de nueva emisión en el mercado de deuda internacional, si bien siguió situándose en un buen

nivel en términos generales. Las emisiones se vieron favorecidas a medida que se fue constatando la recuperación de la economía mundial y se fueron disipando las inquietudes acerca de las implicaciones que tendría un endurecimiento de la política monetaria en las economías maduras. El volumen de nuevas emisiones superó en 348 mil millones de dólares a las amortizaciones, a pesar de los \$521 mil millones de emisión neta registrados durante el primer trimestre. Especialmente activos se mostraron los prestatarios con baja calificación y de mercados emergentes, así como los inversionistas japoneses. Por su parte, la emisión neta de entidades estadounidenses se contrajo significativamente, lo que produjo una desaceleración de la emisión mundial en dólares, a pesar de una mayor utilización del dólar por parte de prestatarios no estadounidenses. Los datos preliminares indican que esta tendencia, en su mayor parte, continuó en julio de 2004.

A lo largo del segundo trimestre, los mercados centraron su atención en el giro hacia el endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos. Numerosos prestatarios, especialmente empresas con baja calificación e inversionistas de mercados emergentes de Europa y Asia, se apresuraron a aprovechar unas condiciones de mercado que todavía resultaban ventajosas antes de la fase de volatilidad que muchos temían podría acompañar al viraje de la política monetaria en Estados Unidos. Otros prestatarios, especialmente empresas estadounidenses con calificaciones más altas, optaron por reducir la emisión de nuevos títulos ante un panorama tan incierto. Por su parte, en América Latina se amortizaron en general más títulos de deuda en el mercado internacional de los que emitieron. A escala internacional, el aumento de la emisión de deuda a interés variable demostró la disposición de los prestatarios a acomodarse a la incertidumbre de los inversionistas acerca de la evolución que seguirían los tipos de interés en un futuro cercano.

### **Los mercados de derivados**

En el *segundo trimestre de 2004*, el volumen agregado de contratación de derivados financieros negociados en el mercado siguió creciendo con fuerza. El valor combinado de la negociación en contratos sobre tipos de interés, índices bursátiles y divisas ascendió a 304 billones de dólares, lo que supone un aumento del 12% con respecto al trimestre anterior. El incremento resultante del 43% para la primera mitad del año representa una recuperación destacable con respecto a la marcada contracción del segundo semestre de 2003, cuando la actividad se redujo en un 16%.

Sin embargo, la expansión no se produjo en todas las categorías de riesgo; se contrajo la actividad en los contratos sobre divisas y se estancó en el caso de los derivados sobre índices bursátiles. En el primer caso, la contracción llegó a alcanzar el 8%, todo un cambio con respecto a la situación durante el primer trimestre, cuando se registró un crecimiento del 35%. Incluso en el caso de los contratos sobre tipos de interés, el crecimiento de la actividad para instrumentos de bonos resultó lento.

### **El mercado bancario internacional**

La actividad transfronteriza creció durante el *primer trimestre de 2004* hasta duplicar el máximo previamente alcanzado. Este aumento estuvo impulsado por préstamos interbancarios denominados en dólares estadounidenses, que incluían en su mayoría operaciones con pacto de recompra (*repos*). Los nuevos créditos a prestatarios no bancarios también se mostraron fuertes, aunque siempre eclipsados por la actividad interbancaria. Estas operaciones no fueron tanto el reflejo de una nueva necesidad de financiación por parte de empresas, sino que se debieron principalmente al repunte de la actividad de préstamo hacia centros extraterritoriales y otros importantes centros financieros, así como a las compras de deuda del Estado y de otros títulos de deuda internacionales.

Los mercados emergentes depositaron una cantidad récord de nuevos fondos con los bancos declarantes al BPI. El flujo de depósitos fue superior al aumento de la financiación hacia estos países, lo que dio lugar a una salida neta general de capitales. Los depósitos

en estos bancos consistieron en cierta medida en reservas de divisas de autoridades monetarias. Entre las distintas regiones, dichos depósitos resultaron en salidas netas de fondos de Asia y América Latina.

## **Artículos monográficos**

### **Basilea II: hacia una nueva lengua franca**

En junio de 2004, las autoridades supervisoras bancarias y los bancos centrales representados en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea publicaron lo que se conoce como Basilea II, un marco revisado para la suficiencia del capital bancario. Ryozo Himino, miembro de la Secretaría del Comité de Basilea, defiende que el marco proporciona en cierto modo un idioma común que mejora la comunicación entre bancos, supervisores e inversionistas. Todos aquellos a los que les interesan las exposiciones al riesgo de los bancos pueden ahora comunicarse entre ellos sin tener que confirmar antes multitud de supuestos y traducir cifras basadas en una serie de suposiciones en otras basadas en un conjunto distinto. Para ilustrar esta realidad, Himino utiliza tres ejemplos relacionados con las modificaciones más recientes que se han realizado al Basilea II tras el proceso de consulta; a saber, los aspectos relacionados con las pérdidas esperadas frente a las no esperadas, las posiciones de titulización y las posiciones derivadas del uso de tarjetas de crédito.

### **Diversificación mediante bonos asiáticos denominados en moneda local**

Los bonos asiáticos denominados en moneda local han proporcionado en los últimos años una atractiva rentabilidad. Robert McCauley del BPI y Guorong Jiang de China International Capital Corporation examinan cómo podrían insertarse estos bonos en una cartera de renta fija internacional. Los autores encuentran que los rendimientos de estos bonos se mueven tan sólo moderadamente en la misma dirección que sus equivalentes del Tesoro estadounidense, por lo que ofrecen un cierto margen para la diversificación. Los beneficios que pueden obtenerse de esta diversificación aumentan en el caso de bonos de menor calidad crediticia y de mercados de deuda nacional globalizados. Sin embargo, los autores también concluyen que esta diversificación puede fallar cuando más se necesita. Durante el periodo de ventas masivas de mediados de 2003 y el segundo trimestre de 2004, la renta fija asiática ofreció menos capacidad de refugio de lo que habría cabido esperar.

### **Cambio en el mercado de eurodólares de Londres**

Patrick McGuire del BPI revela una serie de datos que demuestran que el mercado interbancario de Londres ha atravesado por un cambio sectorial durante los últimos años. La proporción de fondos denominados en dólares depositados en los bancos londinenses que se reciclan en el mercado interbancario ha disminuido marcadamente. A pesar de que los bancos de Londres siguen recibiendo grandes cantidades de depósitos en dólares procedentes de bancos foráneos, lo cierto es que cada vez canalizan más fondos de este tipo a prestatarios no bancarios, especialmente en Estados Unidos. Este cambio se ha producido tras la introducción del euro y la consiguiente contracción de la contratación de divisas, al tiempo que puede reflejar la mayor preponderancia del mercado londinense en la financiación de operaciones con valores en Nueva York.

### **Anuncios macroeconómicos y volatilidades implícitas**

Es bien conocido que los anuncios macroeconómicos en Estados Unidos suponen una de las informaciones más importantes para los mercados de renta fija. Sin embargo, poco se sabe acerca del impacto que producen estos anuncios en la incertidumbre del mercado. Para calcular dicho efecto, Fabio Fornari del BPI analiza del mercado de *swaps* y estudia la influencia de estos anuncios en la volatilidad implícita que se deriva de los contratos de *swaptions*. En primer lugar, el autor confirma el papel predominante que desempeñan los anuncios estadounidenses tanto en los mercados europeos como en los de Estados Unidos. En el caso de determinados anuncios, la divulgación de datos conlleva un patrón de aumentos de volatilidad el mismo día del anuncio; el tamaño del aumento depende del tipo de anuncio hecho público ese día y de la magnitud de la sorpresa con respecto a la previsión de consenso. Como cabría esperar, las volatilidades prospectivas implícitas en los precios de las *swaptions* tienden a ser elevadas a medida que se aproxima la fecha del anuncio y suelen disminuir en cuanto cesa el aumento de volatilidad provocado por el anuncio. La magnitud real de una sorpresa dada parece tener poca influencia en la manera en la que disminuyen estas volatilidades tras el anuncio.