



Comunicado de Prensa

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

6 de diciembre de 2004

Informe Trimestral del BPI Diciembre de 2004

El *Informe Trimestral del BPI* publicado hoy consta de dos secciones. En la primera de ellas 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. En la segunda se recogen cuatro artículos monográficos dedicados a los siguientes asuntos: el riesgo país desde nuevas perspectivas, el incremento de la negociación con divisas que muestra la encuesta trienal de 2004, la estructura y desarrollo del mercado de préstamos sindicados y, por último, las características del riesgo de crédito en la financiación de proyectos.

Los mercados se animan con el regreso de la confianza

La mejora de los datos macroeconómicos y la estabilización de los precios del petróleo invitaron a los inversionistas al optimismo en cuanto al vigor de la economía mundial. Los mercados de renta fija y variable, así como los de deuda de países emergentes, ganaron posiciones ante los síntomas de firmeza del crecimiento, especialmente en Estados Unidos, y de una menor aversión al riesgo. Hacia finales de noviembre, muchos mercados se acercaron a sus máximos de principios de año, al tiempo que factores similares provocaron un descenso de la volatilidad en los mercados hasta alcanzar niveles excepcionalmente reducidos. La escalada de los precios del petróleo interrumpió la recuperación a lo largo del mes de octubre, si bien los mercados de valores y de deuda se recuperaron con rapidez una vez disipadas las preocupaciones en torno al suministro. Ni siquiera los escasos beneficios corporativos obtenidos con respecto a lo inicialmente anticipado parecieron mermar la confianza de los inversionistas.

A pesar de los datos macroeconómicos inesperadamente buenos de Estados Unidos en noviembre, el dólar alcanzó nuevos mínimos frente a numerosas divisas. Esta caída podría haber sido propiciada por una reavivada preocupación acerca del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. Por otro lado, la depreciación del dólar y las tendencias divergentes de las expectativas de crecimiento hicieron que los diferenciales de rendimiento de los bonos denominados en yenes y especialmente en euros se desmarcaran de los del dólar en mayor medida que a comienzos de año.

El mercado internacional de títulos de deuda

En el *tercer trimestre* de 2004, la emisión internacional de deuda se contrajo por segundo trimestre consecutivo, si bien lo hizo desde niveles extraordinariamente elevados. A lo largo del segundo trimestre, la emisión bruta de bonos y pagarés cayó desde \$771 mil millones hasta \$755 mil millones, mientras que la emisión neta (después de amortización) se redujo desde \$348 mil millones hasta \$307 mil millones. Esta desaceleración fue hasta cierto punto estacional, reflejo de la tradicional reducción de las necesidades de financiación de los organismos públicos de la zona del euro que suele producirse en la segunda mitad del año. Por su parte, las actividades de refinanciación mantuvieron su vigor, al aprovechar los prestatarios los bajos tipos de interés a largo plazo para reducir el coste de su financiación. El endeudamiento de las entidades con menor calificación crediticia también permaneció enérgico, potenciado por el estrechamiento de los diferenciales de la deuda de alta rentabilidad a lo largo del tercer trimestre. El entorno de tipos de interés más estables fue el responsable del viraje que se produjo desde instrumentos a interés variable hacia otros de interés fijo.

El endeudamiento de las economías emergentes en el mercado de deuda internacional siguió encaminado a igualar su anterior máximo de 1997, al alcanzar la emisión bruta de bonos y pagarés los \$35 mil millones en el tercer trimestre, cifra similar a la del trimestre anterior. Sin embargo, más de la mitad de estos fondos se destinó a amortizar la deuda que vencía, lo que resultó en una disminución de la emisión neta en el tercer trimestre. Los prestatarios asiáticos volvieron a ser los más activos: el Gobierno de Filipinas obtuvo 1.400 millones de dólares, a pesar de la ampliación de sus diferenciales de rendimiento. Algunos emisores de países emergentes, en especial los soberanos de América Latina, aprovecharon el ánimo receptivo del mercado para ampliar el vencimiento de su deuda internacional.

Mercados de derivados

Después de la extraordinaria fortaleza de la actividad a lo largo del primer semestre de 2004, el *tercer trimestre* se caracterizó por una contracción del 5% en la actividad con derivados negociados en mercados organizados, hasta situarse en \$288 billones. Esta reducción podría obedecer a una convergencia de opiniones sobre la probable orientación de la política monetaria en las principales economías tras la primera subida de tipos de interés en Estados Unidos el pasado mes de junio. El volumen de negociación que más cayó fue el de derivados sobre índices bursátiles (-11%), seguido por el de los derivados sobre tipos de interés (-5%), mientras que la actividad con derivados sobre divisas creció un 10%.

La contratación en los mercados de productos básicos también se redujo en el tercer trimestre, concretamente un 11%. Por instrumentos, disminuyó la actividad con contratos sobre metales no preciosos, metales preciosos y productos agrícolas, siendo la excepción los derivados energéticos, cuya negociación creció un 8%. La volatilidad de los precios del petróleo podría haber provocado un aumento de la utilización de derivados sobre petróleo con fines especulativos y de cobertura.

El mercado bancario internacional

Después de una excepcional remontada en el primer trimestre de 2004, la actividad transfronteriza en el mercado bancario internacional se contuvo en el *segundo trimestre*. El marcado aumento de los diferenciales a largo plazo registrado en las principales economías durante el segundo trimestre parece haber llevado a los inversionistas a deshacer posiciones y acortar la duración de sus carteras de renta fija. Esto, a su vez, podría haber provocado una reducción del crédito concedido a entidades no bancarias, en especial a sociedades de valores de Estados Unidos.

Los créditos a mercados emergentes concedidos por bancos de la zona declarante al BPI superaron a los depósitos por primera vez en muchos trimestres, lo que supuso una

entrada neta de financiación en estos mercados por valor de 4.000 millones de dólares. Las mayores entradas se produjeron en Asia, a causa del aumento de los préstamos concedidos a la región, mientras que las salidas más importantes se registraron en América Latina, debido a las amortizaciones y el saneamiento parcial de préstamos. A pesar de las cotas que llegaron a alcanzar los precios del petróleo, los países exportadores retiraron durante el segundo trimestre parte de sus depósitos en bancos de la zona declarante. En los últimos tres años, los ingresos por petróleo no se han canalizado hacia el sistema bancario internacional en la medida en que se hizo durante episodios anteriores de encarecimiento del crudo. Asimismo, un porcentaje cada vez mayor de depósitos procedentes de países productores de petróleo se ha denominado en divisas distintas del dólar, especialmente en euros.

Artículos monográficos

El riesgo país desde nuevas perspectivas

En los últimos años, el riesgo país se ha ido analizando desde nuevas perspectivas. Una de ellas se centra en cómo influye el historial de mala gestión económica de un determinado país en su capacidad para sostener su nivel de deuda ("intolerancia a la deuda"); otra perspectiva parte de la capacidad de un país para obtener financiación externa en su propia moneda ("el pecado original"); y una tercera se basa en la sensibilidad de la riqueza neta de un país ante fluctuaciones de su tipo de cambio ("discordancia de divisas"). Claudio Borio y Frank Packer del BPI analizan la importancia empírica de estas perspectivas, sirviéndose de las calificaciones crediticias soberanas como aproximación al riesgo país. Mejoran las comprobaciones estadísticas actuales al incluir un conjunto más amplio de factores que pueden afectar al riesgo país y al utilizar datos de mejor calidad, en especial las estadísticas bancarias, de valores y de derivados del BPI. Hallan así pruebas que corroboran diversos aspectos de estas tres perspectivas, si bien apuntan una serie de salvedades y preguntas abiertas. Concluyen finalmente que, para controlar el riesgo país, resultan esenciales unas buenas políticas macroeconómicas y estructurales a escala nacional.

Aumento de la actividad con divisas según la encuesta trienal de 2004

Según la última encuesta trienal sobre la actividad en el mercado de divisas y derivados realizada entre bancos centrales (*Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*), el volumen de negociación diario en los mercados cambiarios osciló en torno a \$1,9 billones en abril de 2004. Esta cifra supone un aumento del 36% (con tipos de cambio constantes) con respecto al mismo mes de 2001, en claro contraste con la reducción de la actividad registrada a escala internacional entre 1998 y 2001. Gabriele Galati del BPI y Michael Melvin de Arizona State University analizan los factores que subyacen en este repunte de la negociación, haciendo hincapié en la importancia de las estrategias de *carry trade* (basadas en la especulación) y las de *momentum* (que consisten en seguir la dinámica de los precios de los activos para identificar oportunidades de batir las expectativas de revalorización del mercado) por parte de inversionistas institucionales y apalancados, movidos en gran medida por la búsqueda de rentabilidad. Las operaciones de cobertura también parecen haber influido en este aumento de la actividad, a medida que los inversionistas han intentado protegerse frente a una depreciación anticipada del dólar de Estados Unidos.

El mercado de préstamos sindicados: estructura, desarrollo e implicaciones

Los préstamos sindicados son instrumentos híbridos en los que se entremezclan aspectos de una relación crediticia con características de la deuda negociada en los mercados.

Estos instrumentos permiten compartir el riesgo de crédito entre diversas instituciones financieras, soslayando los requisitos de divulgación y marketing que implica la emisión de bonos. Este tipo de créditos es una fuente importante de financiación, que representa al menos una tercera parte de los fondos obtenidos en los mercados internacionales de deuda. Blaise Gadanecz del BPI analiza la evolución y funcionamiento del mercado de préstamos sindicados, centrándose especialmente en quiénes son sus principales partícipes, qué mecanismos de valoración se utilizan, cómo se realiza el lanzamiento en el mercado primario y la negociación en el mercado secundario, así como su integración geográfica.

Características del riesgo de crédito en la financiación de proyectos

Los proyectos de infraestructuras suelen requerir el compromiso de los prestamistas por un período mucho mayor de lo que suele convenirse en otros tipos de préstamos sindicados, debido a que los proyectos a gran escala e intensivos en capital necesitan inversiones significativas desde el principio, mientras que los ingresos necesarios para cubrir sus costes sólo se generan a largo plazo. Mientras que en la mayoría de instrumentos de deuda los diferenciales crediticios aumentan a medida que lo hace el vencimiento, Marco Sorge del BPI descubre que no siempre es así en el caso de préstamos para financiar proyectos. Incluso teniendo en cuenta las garantías en el largo plazo, la curva de tipos de interés para estos préstamos presenta la forma de una joroba, lo que sugiere que la financiación de proyectos a más largo plazo no siempre es percibida por los prestatarios como más arriesgada que la concesión de créditos con vencimientos más cortos. En los mercados emergentes, las garantías por riesgo político que ofrecen los bancos multilaterales de desarrollo y las agencias de crédito a la exportación reducen considerablemente los diferenciales crediticios de los préstamos para proyectos de mayor duración.