



Comunicado de Prensa

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

Ref.:

7 de marzo de 2005

Informe Trimestral del BPI Marzo de 2005

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, así como la actividad con contratos de derivados. La segunda parte consta de cuatro artículos monográficos que versan sobre los siguientes asuntos: la contratación de divisas asiáticas, la evolución de las posiciones y del apalancamiento en los fondos de cobertura (*hedge funds*), los índices de CDS por tramos y la valoración de las correlaciones de riesgo de crédito, y por último, términos contractuales y precios de los CDS.

Escasa rentabilidad pese a la solidez de la economía

Con la llegada del nuevo año, los rendimientos a largo plazo permanecieron sorprendentemente bajos en los principales mercados, llegando a caer incluso cuando parecían estar afianzándose las perspectivas de crecimiento y a pesar de que la Reserva Federal de Estados Unidos anunció nuevas subidas de sus tipos de interés oficiales. Dadas las expectativas de inflación estables, los mercados tendieron a señalar la demanda de activos de mayor vencimiento por parte de fondos de pensiones y sociedades de seguros como un factor determinante para el escaso nivel de rendimiento nominal.

Fueron precisamente estos bajos rendimientos lo que siguieron estimulando el apetito de los inversionistas por instrumentos de mayor rentabilidad. A comienzos de año, el temor a una subida más rápida de lo previsto de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos amplió ligeramente los diferenciales en los mercados de deuda corporativa y de mercados emergentes, aunque para el mes de febrero ya habían vuelto a estrecharse hasta rozar o incluso caer por debajo de sus mínimos históricos. Los mercados bursátiles siguieron una evolución similar, subiendo a finales de 2004 para perder fuerza a comienzos de 2005. Las fusiones y adquisiciones, o en términos más generales las perspectivas de reapalancamiento empresarial, animaron las plazas bursátiles hacia finales de enero.



El mercado internacional de títulos de deuda

El cuarto trimestre de 2004 coronó un año excepcional para la deuda internacional. La emisión bruta de bonos y pagarés ascendió a 826.000 millones de dólares, lo que supone más de 3 billones de dólares para el conjunto de 2004 y un aumento del 14,5% con respecto a 2003, todo un récord con relación al PIB mundial, lo que indica que el pasado año los prestatarios pudieron acceder en condiciones favorables a los mercados de deuda.

El aumento más significativo del cuarto trimestre lo protagonizó la deuda emitida por las mayores economías desarrolladas. La emisión neta del total de deuda internacional creció en casi 80.000 millones de dólares en la zona del euro, mientras que en Estados Unidos lo hizo en 19.000 millones. En concreto, la emisión de alta rentabilidad en países desarrollados se mantuvo en cotas elevadas, mientras la emisión en países emergentes alcanzaba un nuevo máximo, al caer hasta mínimos históricos los diferenciales de rendimiento de la deuda emergente.

Mercados de derivados

En los últimos tres meses de 2004, se registró una escasa negociación con contratos derivados en mercados organizados, reduciéndose un 4% el conjunto de la actividad con derivados sobre tipos de interés, índices bursátiles y divisas, hasta alcanzar los 278 billones de dólares. El descenso de la actividad se debió principalmente a una contracción en el segmento sobre tipos de interés a corto plazo en Norteamérica, que es probable que estuviera relacionada con un mayor consenso con respecto a la evolución probable de la política monetaria en Estados Unidos.

Entretanto, se mantuvo fuerte la actividad con derivados sobre tipos de interés a largo plazo y sobre índices bursátiles, y aumentó significativamente en el caso de los derivados sobre divisas. En el caso de las dos primeras categorías, las expectativas de un crecimiento más débil en 2005 que se barajaron durante el cuarto trimestre podrían haber estimulado una mayor actividad de cobertura, mientras que para los derivados sobre contratos sobre divisas, su expansión posiblemente fue el resultado de la marcada depreciación del dólar y de una mayor volatilidad implícita, asociada a su vez a una mayor actividad de cobertura y de toma de posiciones en el pasado.

El mercado bancario internacional

La inversión en deuda internacional por parte de bancos declarantes al BPI estuvo detrás del crecimiento generalizado de préstamos que se registró en el tercer trimestre de 2004. Especialmente intensa resultó la compra de dichos instrumentos por bancos del Reino Unido y de la zona del euro, mientras que los bancos japoneses por su parte siguieron invirtiendo en títulos del Tesoro de Estados Unidos y de la zona del euro. En cambio, el volumen de préstamos concedidos a entidades no bancarias creció aunque débilmente, reflejando en gran medida nueva financiación hacia centros extraterritoriales.

En conjunto, las economías de mercado emergentes registraron una salida de capitales relativamente importante, motivada principalmente por el aumento de los depósitos en bancos declarantes al BPI, lo que explica la salida de fondos desde Asia-Pacífico, Oriente Medio y África. La contracción de los préstamos, así como el depósito de fondos en el extranjero, estuvieron detrás de la salida neta de



fondos en América Latina. Por su parte, en los países emergentes de Europa, el fuerte aumento de la financiación hacia los nuevos miembros de la Unión Europea produjo una ligera entrada neta de fondos, a pesar de que algunos países depositaron cantidades relativamente grandes en el extranjero.

Artículos monográficos

La contratación de divisas asiáticas

La contratación en la mayoría de las principales divisas asiáticas está creciendo a un ritmo incluso superior al de la negociación mundial. Corrinne Ho, Guonan Ma y Robert McCauley del BPI demuestran que el volumen de negocio de las monedas asiáticas creció con rapidez entre 2001 y 2004 con respecto a la actividad correspondiente con bienes y servicios, a lo que sin duda contribuyó la búsqueda de rentabilidad en todo el mundo y una profundización secular de los mercados financieros en Asia. La evolución de las expectativas sobre el tipo de cambio entre el dólar y el renminbi podría estar uniéndose al tipo de cambio de contado dólar/yen y dólar/euro para influir en los mercados cambiarios de Asia. En tal caso, se estaría contradiciendo la idea de que las divisas asiáticas se negocian en el bloque del dólar, sugiriéndose en cambio que la mayoría de ellas se negocian cada vez más con respecto a sus tipos de cambio efectivos.

Evolución de las posiciones y del apalancamiento en los fondos de cobertura

Los fondos de cobertura o alto riesgo (*hedge funds*) se caracterizan por su flexibilidad y por su capacidad para apalancarse con rapidez. Patrick McGuire, Eli Remolona y Kostas Tsatsaronis del BPI se sirven de análisis de estilo para descubrir qué factores de riesgo influyen en el rendimiento de estos instrumentos, encontrando así que a medida que evolucionan las condiciones del mercado se van modificando las estrategias de inversión de estos fondos. Se constata en este artículo que fondos de garantía que pertenecen a estilos de inversión distintos presentan un alto grado de similitud en cuanto a sus exposiciones al riesgo. Así, las tres grandes categorías analizadas modifican de manera similar sus exposiciones al riesgo en torno al auge de la bolsa del año 2000. Los autores construyen asimismo un indicador temporal variable aproximado que demuestra que el apalancamiento de estos fondos alcanzó su máximo entre finales de 1997 y 1998, para reducirse a continuación a lo largo de los últimos años.

Índices de CDS por tramos y valoración de las correlaciones de riesgo de crédito

Una de las novedades más significativas de los últimos años en los mercados financieros ha sido la creación de instrumentos líquidos que permiten negociar con las correlaciones del riesgo de crédito. Jeffery Amato y Jacob Gyntelberg del BPI señalan que la normalización de los índices por tramos de pérdida puede ser un avance significativo hacia unos mercados más completos, ya que cubre uno de los vacíos que existía para que los agentes pudieran transferir determinados tipos de riesgo de crédito tanto a particulares como a instituciones. Asimismo, los autores indican que los tramos de pérdidas estandarizados basados en índices de CDS (*credit default swaps*) son relativamente líquidos en comparación con otros



productos de crédito. En su artículo, los autores documentan las diferencias que existen entre los distintos tramos en cuanto a las correlaciones de incumplimiento implícitas del momento del incumplimiento y sugieren que pueden deberse a la segmentación del mercado, a la incertidumbre en torno a las correlaciones del riesgo de crédito, a las condiciones de la demanda local así como a la utilización de modelos de valoración distintos a los modelos estándar.

Términos contractuales y precios de los CDS

El rápido crecimiento del mercado de CDS (*credit default swaps*) ha llevado consigo una gama más amplia de los términos contractuales que pueden acordar las partes contratantes. La disparidad de precios relacionada con las diferencias entre contratos puede tener repercusiones tanto para los mercados como para las prácticas de regulación. Frank Packer y Haibin Zhu del BPI descubren que los diferenciales de los CDS suelen ser considerablemente superiores en el caso de contratos con una definición más amplia de eventos de crédito o con menos restricciones en cuanto a las obligaciones de entrega. Las modificaciones tanto de la probabilidad de incumplimiento esperada como de la pérdida esperada en caso de incumplimiento parecen ser esenciales a la hora de trasladar a los precios dichas diferencias, algo que coincide con la teoría actual. Además, a pesar de que la influencia de los términos contractuales en los precios ha tendido a unificarse a lo largo del tiempo, parece que todavía persiste un cierto grado de fragmentación regional.