



Comunicado de Prensa

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

Ref.:

5 de septiembre de 2005

Informe Trimestral del BPI Septiembre 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 presenta cuatro artículos monográficos sobre los siguientes temas: reservas internacionales de dólares de Estados Unidos frente carteras oficiales de activos en Estados Unidos; la estructura, uso y mejoras recientes de las estadísticas bancarias consolidadas del BPI; análisis de las oscilaciones en la volatilidad de los tipos de interés a partir de datos de los mercados de *swaptions*; y por último, utilización de datos de empresas para evaluar modelos estructurales de incumplimiento.

La mejora de las expectativas impulsa los mercados

La mejora de las expectativas económicas facilitó el repunte de los mercados de renta fija y variable entre mediados de mayo y mediados de agosto. Los mercados bursátiles experimentaron subidas ante los datos de fuertes ganancias; en Japón y Europa, incluso se alcanzaron máximos de los últimos años. La situación se estabilizó en los mercados de deuda, lo que ayudó a que se estrecharan los diferenciales de los títulos corporativos desde sus máximos de mayo, cuando se rebajó la calificación de algunos fabricantes de automóviles de Estados Unidos. En concreto, los diferenciales de rendimiento para mercados emergentes rozaron sus mínimos de comienzos de año.

Las sorpresas acaecidas durante este periodo no lograron empañar el buen momento de los mercados. Así, los atentados de julio en Londres no mermaron el entusiasmo de los inversionistas, y la incertidumbre política en Brasil y Filipinas apenas pesó momentáneamente en los mercados emergentes. La revaluación del renminbi chino también fue acogida con calma, evaporándose con rapidez su impacto sobre los tipos de interés o los tipos de cambio de las principales monedas. Al final, sin embargo, la inquietud por lo altos precios del petróleo acabó por anular algunas de las ganancias obtenidas en los mercados de renta fija y variable.



La preferencia de los inversionistas por activos de mayor riesgo siguió manteniéndose habida cuenta de los escasos rendimientos nominales. Los síntomas de fuerte crecimiento y la revisión al alza de la previsión de los tipos de interés oficiales impulsaron los rendimientos a largo plazo entre finales de junio y mediados de agosto, especialmente en los mercados de dólares y yenes. Aun así, los rendimientos no sobrepasaron el intervalo en el que han oscilado en el último año.

El mercado internacional de títulos de deuda

En el *segundo trimestre de 2005*, la demanda de títulos de deuda internacional se mantuvo relativamente fuerte, a pesar de la agitación en los mercados mundiales de renta fija. La emisión bruta general aumentó en términos ajustados de calendario. Incluso sin este ajuste, la emisión bruta en la zona del euro creció significativamente calculada en euros. En términos netos, la emisión de bonos y pagarés disminuyó un 4% durante el mismo periodo, aunque al igual que ocurrió con la emisión bruta, fue considerablemente superior a la registrada un año antes.

Se constataron marcadas diferencias entre los mercados de alta rentabilidad en países desarrollados y los mercados emergentes. En los primeros, el volumen de préstamos a entidades de alta rentabilidad cayó en picado durante los meses de abril y mayo, como reflejo de la mayor incertidumbre tras la rebaja de calificación de algunos fabricantes de automóviles estadounidenses, aunque el endeudamiento se recuperó en junio. En cambio, la mayoría de prestatarios en mercados emergentes apenas se inmutó ante la agitación de los mercados de deuda durante la pasada primavera, aumentando incluso la emisión bruta para mantener así el ritmo récord de endeudamiento que comenzó a observarse a principios de 2004. La emisión en mercados emergentes de títulos internacionales denominados en moneda nacional siguió creciendo, a medida que los inversionistas se iban mostrando más dispuestos a asumir riesgo de divisas.

Mercados de derivados

La actividad en los mercados internacionales de derivados mantuvo su vigor durante el *segundo trimestre de 2005*. La negociación agregada con contratos sobre renta fija, índices bursátiles y divisas creció un 11% hasta alcanzar los 372 billones de dólares, después de haber subido un 20% el trimestre anterior.

Dicho aumento se debió principalmente al cambio de opinión de los agentes de mercado con respecto a la futura evolución de los tipos de interés oficiales. Así, el crecimiento de la negociación fue más pronunciado para los derivados sobre tipos de interés a corto plazo, tanto futuros como opciones, mientras que la actividad con contratos sobre bonos a largo plazo se contrajo ligeramente. La negociación de contratos sobre índices bursátiles creció por tercer trimestre consecutivo, aunque a un ritmo reducido, tal vez porque los intermediarios se mostraron menos dispuestos a tomar posiciones ante la mayor incertidumbre en torno al rendimiento de las acciones.

En cuanto a los derivados sobre divisas negociados en mercados organizados, su contratación aumentó un 15% durante el segundo trimestre impulsada por la fortaleza del dólar, hasta alcanzar los 3 billones de dólares. Este aumento también es reflejo de la creciente actividad especuladora, como demuestra el que se hayan duplicado las posiciones largas en dólares por parte de agentes no comerciales. También se constató un sólido crecimiento en el sector de derivados



sobre materias primas, inducido por la volatilidad de precios en los mercados petroleros.

El mercado bancario internacional

En el *primer trimestre de 2005*, los bancos declarantes al BPI aumentaron su actividad crediticia transfronteriza, especialmente mediante nuevos créditos a entidades no bancarias, sobre todo en Estados Unidos. Los bancos siguieron canalizando fondos hacia este tipo de entidades en el Reino Unido y los centros extraterritoriales, donde la actividad financiera no bancaria alcanza cotas importantes. A este crecimiento parecen haber contribuido los fondos de cobertura con sus operaciones apalancadas.

Al mismo tiempo, los mercados emergentes experimentaron su mayor entrada neta de fondos desde el cuarto trimestre de 2001, principalmente por el aumento de los créditos transfronterizos hacia bancos de Asia y el Pacífico, a pesar de los crecientes superávits por cuenta corriente registrados en numerosos países de la región. En cambio, otras regiones emergentes vieron reducirse los fondos hacia sus mercados, como resultado del aumento de depósitos en los bancos declarantes al BPI. En este sentido, destaca el caso de Rusia, donde se recibieron grandes depósitos procedentes de bancos centrales y bancos de depósito del extranjero, en línea con la continua mejora de la posición externa del país.

Artículos monográficos

Reservas mundiales de dólares frente a carteras oficiales de activos en Estados Unidos

En los últimos años, ha comenzado a analizarse con más detalle hasta qué punto las reservas oficiales de dólares a nivel mundial son superiores a las carteras oficiales de activos en Estados Unidos. Partiendo del análisis de datos nacionales y del BPI, Robert McCauley del BPI encuentra que los diferenciales de rendimiento, que en el pasado resultaban cruciales al respecto, han perdido peso a la hora de explicar el crecimiento de las reservas de dólares en bancos centrales fuera de Estados Unidos. Sin embargo, el riesgo-país y los lapsos de inversión tras una fuerte intervención en el mercado cambiario continúan siendo importantes en este sentido. El autor afirma que, aunque estas inversiones en el exterior no financian el déficit por cuenta corriente en Estados Unidos desde un punto de vista contable, sí que fortalecen el dólar. En conclusión, para conocer este grado de fortalecimiento es necesario comparar las compras oficiales de dólares a escala internacional con la emisión neta estadounidense de títulos denominados en dólares.

Estadísticas bancarias consolidadas del BPI: estructura, utilización y mejoras recientes

Las estadísticas bancarias consolidadas del BPI son la fuente más completa de información agregada sobre los activos de reserva de los bancos, al tiempo que permiten comparar la exposición al riesgo-país de los sistemas bancarios de los



países incluidos. Entre las mejoras más recientes a estas estadísticas se incluye la presentación de información más detallada sobre transferencia del riesgo, posiciones con derivados y préstamos contingentes. Patrick McGuire y Philip Wooldridge del BPI explican cómo se compilan estas estadísticas y qué mejoras se han introducido recientemente, analizando también algunas de sus posibles aplicaciones analíticas. Los autores muestran por qué estas estadísticas son útiles, no sólo como herramienta para observar la exposición al riesgo-país de los bancos, sino también como complemento a otras medidas de deuda externa a la hora de evaluar la vulnerabilidad externa de un país.

Cambios en la volatilidad de los tipos de interés en dólares de EEUU: datos de las *swaptions*

Uno de los principales avances observados en los mercados financieros desde 2001 han sido los marcados aumentos y subsiguientes reducciones de la volatilidad implícita en los tipos de interés para el dólar de EEUU. A partir de datos del mercado de opciones sobre *swaps* (*swaptions*), Fabio Fornari, ex-miembro del BPI, constata que las oscilaciones en la volatilidad de los tipos de interés fueron mucho más pronunciadas para la moneda estadounidense que para el euro, y fueron más amplias en el caso de tasas a corto plazo y de *swaptions* con vencimientos residuales más cortos. Al comparar las volatilidades implícitas con la volatilidad obtenida a partir de simulaciones econométricas, el autor encuentra que la evolución de la volatilidad implícita para el dólar de EEUU se debió a cambios no sólo en las expectativas de volatilidad de los tipos de interés, sino también en la compensación por el riesgo de volatilidad. Con la ayuda de un análisis de regresión, concluye que los principales determinantes de la compensación por riesgo de volatilidad en el caso del dólar han sido los tipos de interés de EEUU, su volatilidad y la pendiente de la curva de rendimiento.

Modelos estructurales de incumplimiento: utilización de datos de empresas

Las medidas del riesgo de incumplimiento (*default*) son fundamentales para poder gestionar adecuadamente las instituciones de crédito y para que el supervisor pueda determinar su vulnerabilidad. Aplicando modelos teóricos de incumplimiento bien conocidos a datos de empresas concretas, Nikola Tarashev del BPI compara las probabilidades de incumplimiento generadas por estos modelos con las tasas de impago realmente observadas. El autor encuentra que la utilización de datos de empresas concretas mejora sustancialmente la capacidad de estos modelos para recoger el promedio de incumplimientos dentro de las diferentes categorías de calificación crediticia. Ahora bien, los datos de empresas importan menos al pronosticar la evolución temporal de las tasas de incumplimiento, dado que existen factores económicos comunes a todas las empresas que influyen con fuerza en la evolución de las tasas de incumplimiento previstas.