



Comunicado de Prensa

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

14 de marzo de 2007

Informe Trimestral del BPI Marzo de 2007

El *Informe Trimestral del BPI* publicado hoy consta de dos secciones. En la primera de ellas se describe a grandes rasgos la reciente evolución de los mercados financieros, para analizar después minuciosamente los aspectos más destacados de los últimos datos del BPI sobre la actividad bancaria y financiera internacional. La segunda presenta cinco artículos monográficos sobre los siguientes temas: interpretación de los diferenciales soberanos; relación entre los tipos de cambio y la volatilidad mundial; inversionistas financieros en los mercados de materias primas; derivados económicos; y por último, estimación del riesgo de crédito en cartera.

Mercados alcistas hasta finales de febrero¹

Entre el final de noviembre y los últimos días de febrero, los activos de riesgo se revalorizaron ante la aparente mejora de las perspectivas de crecimiento económico, al tiempo que las volatilidades implícitas seguían rondando sus mínimos históricos. En este entorno, aumentaron los rendimientos de la deuda pública en los principales mercados y se expandió la opinión entre los inversionistas de que, en un futuro cercano, la política monetaria podría tornarse más restrictiva de lo inicialmente previsto. En Estados Unidos, los datos publicados indicaban un sorprendente vigor en la economía, en concreto durante la primera mitad del periodo analizado, lo que enfrió las expectativas de los inversionistas de una próxima rebaja de los tipos de interés oficiales por parte de la Reserva Federal.

La rentabilidad empresarial y la continua pujanza de las fusiones y adquisiciones presionaron al alza las bolsas de todo el mundo. Al mismo tiempo, los diferenciales de la deuda empresarial de riesgo cayeron hasta alcanzar un nuevo mínimo histórico, reflejando así la intensa preferencia de los inversionistas por el riesgo, la solidez de los balances empresariales y unas tasas de impago sorprendentemente bajas, especialmente en el caso de títulos de mayor rentabilidad. En los dos últimos meses, se han ampliado de forma notable los diferenciales en algunos mercados de bonos de titulización de deuda garantizada

¹ Esta presentación general abarca el periodo comprendido entre finales de noviembre de 2006 y el 23 de febrero de 2007.



(CDO), en especial los referidos al sector residencial estadounidense, lo que podría anticipar un giro más amplio en el ciclo crediticio en los próximos meses.

Al igual que en los mercados de deuda de alta rentabilidad de las economías avanzadas, los diferenciales de la deuda de mercados emergentes alcanzaron mínimos históricos en los dos primeros meses de 2007, mientras seguían revalorizándose los títulos de renta variable. Aunque algunos países se vieron afectados por acontecimientos locales, no parece que éstos influyeran demasiado en la opinión general de los inversionistas acerca de los mercados emergentes, al menos hasta la última semana de febrero. De hecho, las expectativas de los inversionistas anticipaban una solidez prolongada del grupo de economías emergentes, así como una mejora de la economía estadounidense. Es probable que la intensa preferencia por el riesgo entre los inversionistas haya influido también en la evolución de los precios de los activos en los mercados emergentes durante el periodo analizado.

Aspectos más destacados de la actividad bancaria y financiera internacional

En el *cuarto trimestre de 2006*, la emisión bruta en el mercado internacional de títulos de deuda se incrementó un 10% en tasa interanual. En concreto, los títulos de deuda en circulación crecieron casi un billón de dólares hasta alcanzar los 18 billones de dólares. La expansión más pronunciada correspondió a los títulos denominados en dólares, cuya emisión en términos brutos creció hasta alcanzar su nivel más alto de los últimos cinco años. Entre los países desarrollados, los títulos procedentes de la zona del euro siguieron creciendo en términos brutos, llegando al 41% en el último trimestre. En cuanto a las economías emergentes, los emisores europeos y latinoamericanos fueron los más activos.

La actividad en los mercados internacionales de derivados fue moderándose en el *cuarto trimestre de 2006*. La contratación combinada de derivados sobre tipos de interés, divisas e índices bursátiles se redujo en términos nominales un 7%, hasta los 431 billones de dólares, principalmente a causa de la desaceleración estacional en el segmento de tipos de interés. En cambio, se intensificó la actividad en el segmento de derivados sobre índices (+5%) y sobre divisas (+19%). La actividad con futuros y opciones sobre materias primas, que no se incluye en el total anterior, creció un 12% medida en número de contratos, principalmente por el marcado aumento de la negociación de materias primas agrícolas en China.

En lo que respecta al mercado bancario internacional, el volumen de préstamos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI alcanzó los 25 billones de dólares en el *tercer trimestre de 2006*. Esto supone un incremento del 16% en términos interanuales, que aunque es ligeramente superior al del trimestre anterior, está en la línea de sus promedios históricos. El crecimiento fue especialmente intenso en los activos denominados en libras esterlinas y dólares. Así, los bancos del Reino Unido representaron más de la mitad del incremento total de los activos en los países desarrollados. Los mercados emergentes depositaron grandes cantidades en términos netos, reduciéndose en 64 millones de dólares los activos netos de los bancos declarantes frente a estas economías.

Las estadísticas bancarias consolidadas, compiladas en base a la nacionalidad del banco declarante y donde se compensan las posiciones intragrupo, indican que la expansión de activos transfronterizos en el *tercer trimestre de 2006* se debió principalmente a los bancos franceses, británicos y suizos. Los nuevos créditos se dirigieron principalmente a prestatarios de Estados Unidos, mercados



emergentes y la zona del euro. En términos de riesgo último, los bancos declarantes aumentaron sus posiciones frente a casi todos los países, a pesar de las tensiones políticas y militares en algunos de ellos. Las transferencias de riesgo siguieron ocupando un lugar relativamente pequeño en las carteras de los bancos frente a economías emergentes.

Artículos monográficos

Interpretación de los diferenciales soberanos

En los últimos años se ha producido un continuo y sustancial estrechamiento de los diferenciales soberanos en los mercados emergentes de deuda. Basándose en estudios sobre valoración de activos, Eli Remolona y Michela Scatigna del BPI, junto a Eliza Wu de la Universidad de Nueva Gales del Sur, proponen un marco analítico para interpretar los diferenciales soberanos. Dichos diferenciales pueden desglosarse en dos componentes: la pérdida esperada en caso de incumplimiento y la prima por riesgo; ésta última refleja cómo valoran los inversionistas el riesgo de sufrir pérdidas inesperadas. Los autores muestran cómo la prima por riesgo explica la mayor parte de los diferenciales soberanos medios, incluso en momentos en los que éstos han sido relativamente bajos.

Tipos de cambio y volatilidad mundial: implicaciones para las monedas de Asia-Pacífico

Durante el episodio de ventas generalizadas de activos en los mercados emergentes registrado en mayo y junio de 2006, las monedas de alta rentabilidad fueron las que más se depreciaron. Analizando la relación entre los tipos de cambio y la volatilidad mundial, Corrinne Ho y Robert McCauley del BPI, junto a John Cairns de IDEA Global, muestran cómo en momentos de elevada volatilidad en los mercados mundiales de acciones y deuda las monedas de alto rendimiento tienden a depreciarse frente al dólar de Estados Unidos, mientras que las menos rentables suelen servir de “moneda refugio”. En gran medida, los diversos grados de sensibilidad de las monedas frente a la volatilidad mundial quedan reflejados en el nivel de los tipos de interés a corto plazo y, en menor medida, en el volumen neto de obligaciones internacionales. Los autores concluyen que es probable que la convergencia de las tasas de inflación en Asia haga más homogénea la reacción de las monedas de la región ante los cambios en la volatilidad mundial.

Inversionistas financieros en los mercados de materias primas

En los últimos años, las materias primas han atraído considerable interés entre los inversionistas financieros, según han ido diversificándose los instrumentos y estrategias utilizados. Dietrich Domanski y Alexandra Heath del BPI estudian los factores que explican este creciente interés y determinan hasta qué punto con ello se han modificado las características de este mercado, como por ejemplo la volatilidad de precios. A partir de este análisis, los autores concluyen que los mercados de materias primas se asemejan ahora más a los financieros en cuanto a la motivación y estrategia de sus participantes. Sin embargo, los aspectos físicos propios de los mercados de materias primas, como por ejemplo los niveles de existencias y el coste marginal de producción, continúan siendo importantes para el funcionamiento de los mismos.



Derivados económicos

Los derivados económicos permiten a sus tenedores tomar posiciones directas sobre el contenido de los anuncios de datos macroeconómicos. Al analizar los motivos para negociar con estos contratos, Blaise Gadanecz, Richhild Moessner y Christian Upper del BPI demuestran que los precios de otros contratos financieros más convencionales y líquidos suelen responder de forma impredecible a las sorpresas de datos, por lo que los derivados económicos son más adecuados a la hora de posicionarse sobre anuncios de datos. Los autores también destacan que, a diferencia de las medidas basadas en las expectativas del mercado, el precio de los derivados económicos refleja toda la distribución de probabilidad que subyace a dichas expectativas, no sólo las estimaciones puntuales. Por último concluyen que las medidas de incertidumbre derivadas de esta distribución permiten conocer cómo evoluciona la incertidumbre en torno a la economía y cómo afecta a los mercados financieros.

Estimación del riesgo de crédito en cartera: errores de modelización frente a errores de calibrado

La estimación del riesgo de crédito basada en modelos está sujeta a errores tanto de especificación como de calibrado. A partir de un conocido modelo de riesgo de crédito, Nikola Tarashev y Haibin Zhu del BPI proponen una metodología para cuantificar la importancia relativa de fuentes alternativas de este tipo de errores y la aplican a un amplio conjunto de datos. Sus resultados sugieren que un mal calibrado puede influir considerablemente en el nivel de riesgo de crédito en cartera obtenido con el modelo, mientras que un error en las especificaciones suele tener consecuencias limitadas, especialmente en el caso de carteras grandes y bien diversificadas.