

Comité sobre el Sistema Financiero Global

CGFS Papers

nº 28

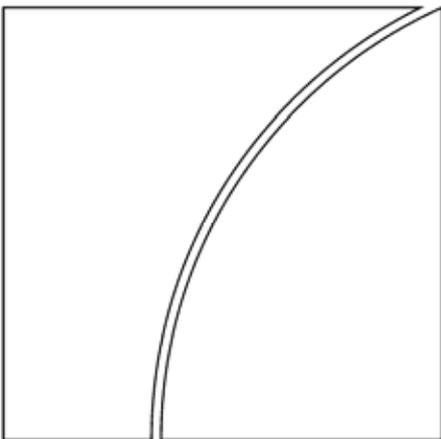
Estabilidad financiera y mercados de bonos en moneda local

Reporte presentado por un Grupo de Trabajo creado por el Comité sobre el Sistema Financiero Global

Este Grupo de Trabajo estuvo presidido por David Margolín del Banco de México

Junio de 2007

Clasificación JEL: E44, F34, G10



BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES

Pueden solicitarse ejemplares de esta publicación a:

Bank for International Settlements
Press & Communications
CH 4002 Basilea (Suiza)

E-mail: publications@bis.org

Fax: +41 61 280 9100 y +41 61 280 8100

Esta publicación puede consultarse en la dirección del BPI en Internet (www.bis.org).

© *Banco de Pagos Internacionales 2007. Reservados todos los derechos. Se permite la reproducción o traducción de breves extractos, siempre que se indique su procedencia.*

ISBN 92-9131-562-1 (versión impresa)

ISBN 92-9197-562-1 (en línea)

Índice

A.	Introducción.....	1
	Estabilidad financiera y mercados de bonos.....	1
	La situación actual	2
	¿Nuevos riesgos financieros?.....	3
	Resumen del proyecto del Grupo de Trabajo	4
B.	El papel de las políticas.....	7
	Políticas macroeconómicas, inflación y mercados de bonos.....	7
	Políticas microeconómicas.....	11
	Políticas para la emisión de deuda pública.....	11
	El Fondo Asiático de Bonos (ABF) y otras iniciativas	14
	La contribución de las instituciones financieras internacionales (IFI)	15
C.	Cambio en la composición de la deuda de moneda extranjera a local	18
	Los bonos en el sistema financiero.....	19
	Estadísticas del BPI sobre bonos en circulación	19
	Los bonos globales en moneda local.....	24
	La estructura de los títulos de deuda domésticos.....	25
	Coeficientes de deuda y su sostenibilidad	30
D.	Análisis de la exposición a distintos riesgos.....	32
	Exposición al riesgo cambiario.....	32
	Exposición al riesgo de tasas de interés.....	41
	Pruebas de tensión	45
E.	Liquidez en los mercados de deuda pública	47
	Liquidez y estabilidad financiera	47
	¿Ha mejorado la liquidez en el mercado de deuda pública?	48
	Determinantes de la liquidez.....	53
F.	La base emisora	61
	El sector público.....	62
	Instituciones financieras.....	62
	Deuda corporativa.....	62
	Titularización y mercados de bonos de titularización de activos	66
G.	La base inversora doméstica	71
	Carteras bancarias.....	71
	Instituciones financieras no bancarias	76
H.	Inversionistas no residentes.....	81
	Las tendencias recientes	81

Inversión a través de derivados	84
Implicaciones.....	86
Factores explicativos del crecimiento de la inversión extranjera.....	87
La composición de la base inversora extranjera	88
Perspectivas de tres inversionistas no residentes.....	91
I. Conclusión	95
Datos para mejorar el monitoreo	95
Principales resultados	97
Retos para las políticas	98
Referencias.....	101
Anexo 1: mandato	106
Anexo 2: desdolarización	107
Anexo 3: los bonos en moneda local, su rendimiento y su correlación con los mercados mundiales	110
Anexo 4: agradecimientos	115
Integrantes del Grupo de Trabajo	118
Apéndice 1: introducción a la sección estadística de este reporte	119
Cuadros anexos.....	121
Números anteriores de esta serie.....	147

Nota: la fecha de corte para la publicación de este Reporte fue el 18 de mayo de 2007.

A. Introducción

Las deficiencias de los balances financieros debidas a descalces de moneda han jugado un papel fundamental en casi todas las grandes crisis financieras por las que han atravesado las economías de mercado emergentes (EME) desde comienzos de la década de los 80. El principal factor responsable, o al menos agravante de estas crisis fue la denominación de la deuda en dólares (o en otra divisa). Las diversas razones que explican esta situación son bien conocidas. La gran dependencia de divisas volvió más vulnerables a los países ante cualquier depreciación pronunciada de la moneda local, y en muchos casos, las devaluaciones resultaron en contracciones económicas. Al mismo tiempo las políticas macroeconómicas a menudo eran incapaces de solucionar el problema, al aumentar el costo del servicio de la deuda en moneda extranjera para el Gobierno y al centrarse la política monetaria en evitar la sobredepreciación del tipo de cambio.

Para empeorar las cosas, la mayoría de la deuda en divisas solía tener plazos cortos. Ante un incremento de las tasas de interés internacionales, aunado a la depreciación de la moneda local, se encarecía aún más el servicio de la deuda, empeorando con ello la solvencia. A esto se añadían las crecientes dificultades para extender en condiciones sostenibles el vencimiento de la deuda a punto de vencer. Por último, dado que muchas de las EME mostraban el mismo tipo de vulnerabilidades en sus balances, las crisis podían adquirir dimensiones sistémicas a nivel global.

Estabilidad financiera y mercados de bonos

Los mercados de bonos en moneda local pueden contribuir a la estabilidad financiera al reducir los descalces de moneda y extender la duración de la deuda. Además, estos mercados mejoran la eficiencia económica al proporcionar tasas de interés determinadas por el mercado que reflejan el costo de oportunidad de los fondos para distintos plazos de vencimiento. En las economías donde dichos mercados están en fases tempranas de desarrollo, las tasas de interés a largo plazo pueden no estar determinadas por criterios competitivos y por tanto es posible que no reflejen el verdadero costo de financiamiento. En estos casos, los bancos tendrán dificultades para poner precio a préstamos a largo plazo y los prestatarios para utilizar una referencia de mercado con la cual determinar los costos de financiamiento. En muchos casos, simplemente no existen contratos de deuda a largo plazo en la moneda local.

La ausencia de estos mercados puede llevar a los prestatarios a tomar decisiones financieras arriesgadas que hagan vulnerables sus balances y eleven su riesgo de impago. Por ejemplo, la emisión de deuda en divisas para financiar inversiones cuyos ingresos se perciben en moneda local da lugar a descalces de moneda, por lo que cualquier variación en los tipos de cambio puede impactar sobremanera en la situación financiera del prestatario y en el servicio de su deuda, comprometiendo a menudo su solvencia. Por otro lado, utilizar instrumentos a corto plazo en moneda local para financiar proyectos a largo plazo conlleva riesgos de tasas de interés y de refinanciación.

Así pues, lo ideal es que los activos «encajen» con los pasivos. Si un prestatario compra un activo que le reporta ingresos en moneda local y opta por financiarlo con deuda a corto plazo en moneda local, en vez de con deuda a largo plazo en divisas, estará cambiando el riesgo de divisas por el de tasas de interés, y lo cierto es que el primero ha sido el causante de crisis económicas más a menudo que el segundo. Así, en momentos de crisis, los tipos de cambio han oscilado normalmente más que las tasas de interés, y las reacciones de la política monetaria ante una perturbación negativa (es decir, tasas de interés más bajas) tienen efectos estabilizadores si la deuda está denominada en moneda local, mientras que en caso contrario resultan desestabilizadoras.

La inexistencia de mercados de deuda a largo plazo también conlleva otro tipo de riesgos:

- **Gama inadecuada de activos para los inversionistas locales.** Los inversionistas locales, como los fondos de pensiones y las compañías de seguros, necesitan que sus activos encajen con sus pasivos a largo plazo. Cuando no disponen de bonos en los que invertir, pueden optar por activos que no se ajustan bien a su estructura de pasivos, dando lugar a riesgos de tasa de interés y de otro tipo.
- **Concentración de riesgos de crédito y de vencimiento en el sistema bancario.** Ante la ausencia de mercados de bonos, los bancos se convierten en la principal fuente de financiamiento a largo plazo en moneda local y esta concentración del riesgo de vencimiento resulta peligrosa. La falta de mercados puede hacer que el riesgo se valore de forma errónea y que la opacidad de los balances complique su monitoreo. Sin señales de alarma procedentes de los mercados, puede tardarse demasiado en corregir las concentraciones de riesgo.
- **Mayor vulnerabilidad ante las entradas de capitales.** Los flujos de capital extranjero dirigidos sólo hacia títulos a corto plazo puede poner en peligro el control monetario y la estabilidad del sistema financiero local.
- **Limitación de los instrumentos de política macroeconómica.** Los países en los que no existen mercados profundos de bonos en moneda local privan al sector público de una fuente de financiamiento interno no inflacionario que reduce la vulnerabilidad asociada al financiamiento monetario o al préstamo externo.
- **Incapacidad para hacer frente a presiones financieras.** Cuando se producen presiones financieras los mercados de bonos permiten dispersar los riesgos, pues al disminuir el valor de mercado de la deuda, las pérdidas se reparten entre una amplia gama de titulares. Tras una crisis financiera, el deterioro en el valor de los títulos acelera la realización de las pérdidas y con ello el proceso de reestructuración.

En vista de todas estas consideraciones, no es de sorprender que los bonos denominados en moneda local hayan sido esenciales para el desarrollo de los mercados financieros. Estos bonos cuentan con una larga trayectoria en las principales economías avanzadas. De hecho, los bonos gubernamentales ya eran el principal instrumento negociado en las bolsas de Londres y Nueva York en los siglos XVII y XVIII (Library of Congress (2004), Michie (1999)).

La situación actual

Así pues, en la última década, la política financiera de numerosos países se ha fijado entre sus principales objetivos el pleno desarrollo de mercados de títulos de deuda en moneda local, iniciativa que ha gozado del respaldo de las instituciones financieras internacionales oficiales. La mejora de las políticas macroeconómicas domésticas fue decisiva para la consecución de este objetivo, aunque también ha contribuido la coyuntura económica mundial. Los superávits en cuenta corriente registrados por numerosas EME redujeron su necesidad de emitir títulos externos, al tiempo que la progresiva reducción de las tasas de interés en las principales divisas animó a los inversionistas internacionales a buscar mayores rendimientos en los mercados de deuda emergentes, lo que a su vez facilitó las condiciones de financiamiento en todo el espectro de vencimientos. Esta combinación de factores nacionales e internacionales incitó a los inversionistas a comprar títulos locales, facilitando con ello la emisión en los mercados primarios. Estos factores cíclicos de carácter favorable se vieron reforzados por un proceso paulatino de integración entre las economías maduras y las emergentes.

El resultado de todo ello ha sido el sustancial crecimiento de los mercados de bonos domésticos de las economías emergentes, con un volumen en circulación que ahora supera

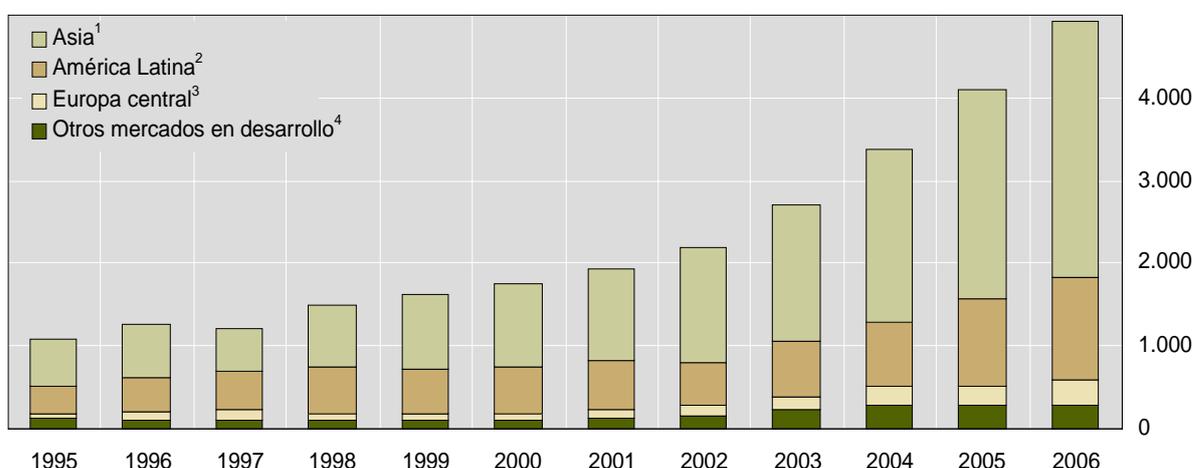
los 4 billones de dólares, frente a apenas 1 billón a mediados de los años 90 (véase el Gráfico A1). Igualmente importante ha sido el incremento de la proporción de estos bonos que se emiten a precios del mercado¹. Hasta la década de los 90, los bonos no solían emitirse a tasas de mercado, sino que se obligaba a los bancos locales a adquirirlos en cantidades acordes al tamaño del déficit fiscal.

Los bonos en moneda local de mercados emergentes también han atraído creciente interés entre los inversionistas extranjeros. Los administradores de carteras de todo el mundo parecen estar invirtiendo ahora una parte creciente de sus activos en estos títulos, tanto de renta variable como de bonos en moneda local. La exposición indirecta a estos valores también ha crecido a través de los mercados de derivados (a menudo de otros países) y del préstamo a bancos locales que los mantienen directamente.

Gráfico A1

Títulos de deuda doméstica de mercados emergentes en circulación, 1995–2006

En miles de millones de dólares de EEUU



¹ China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Tailandia y Taiwán (China). ² Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ³ Hungría, Polonia, República Checa y Rusia. ⁴ Sudáfrica y Turquía.

Fuentes: datos nacionales; BPI.

¿Nuevos riesgos financieros?

Aunque el desarrollo de nuevos mercados de bonos en moneda local debería aportar sustanciales ventajas tanto a los prestatarios como a los inversionistas, toda evolución financiera puede acarrear riesgos ocultos, y el acelerado crecimiento de estos mercados no es una excepción. Ciertas características de los sistemas financieros de numerosas EME no son propicias para el desarrollo de mercados de bonos locales. Además, el rápido incremento de la inversión extranjera también puede conllevar riesgos para los países inversores.

Aunque es menos probable que un país incumpla el pago de su deuda cuando ésta se denomina en su propia moneda, en el pasado se han producido casos de este tipo. Por

¹ Véase el Capítulo C, pp 25–31.

ejemplo, Rusia suspendió pagos de su deuda en moneda local (GKO) en agosto de 1998, con repercusiones que sorprendieron a todos, pues aunque se conocían bien algunas dimensiones de los riesgos, se desconocían muchos de sus vínculos. Este episodio generó ondas de choque por el sistema financiero global, con enormes pérdidas para los bancos rusos que mantenían GKO. Los inversionistas no residentes se vieron afectados tanto directa como indirectamente a través de los activos que mantenían frente a bancos rusos. Antes de la crisis, se sabía muy poco sobre estas posiciones. En un reporte del CGFS al respecto, se afirmaba que «muchas de las tensiones de mercado más palpables se registraron en mercados que los bancos centrales no siempre habían monitoreado directamente. En la medida en que las instituciones financieras amplíen sus actividades hacia nuevos mercados y se expongan a más riesgos, los bancos centrales tendrán que seguir mejorando para poder monitorear estas situaciones» (CGFS (1999a)).

Resumen del proyecto del Grupo de Trabajo

A la luz de lo anterior, el mandato del Grupo de Trabajo (recogido en el Anexo 1) consistió en estudiar las principales características de los nuevos mercados de bonos en moneda local y analizar aquellos aspectos que pudieran afectar a la estabilidad financiera.

Para hacerse una idea precisa de estos mercados, el Grupo de Trabajo distribuyó un cuestionario entre alrededor de 30 bancos centrales de las mayores economías emergentes, y suplir así algunas carencias de los datos publicados por el BPI en sus *Estadísticas Financieras Internacionales*, que constituyen la principal fuente de información sobre dichos mercados. Además, intentó ofrecer datos comparables internacionalmente sobre la estructura de dichos bonos (para cuantificar la exposición a tipos de cambio y tasas de interés), la liquidez de sus mercados, su base de inversionistas y sus vínculos con los sistemas bancarios locales.

Muchos de los bancos centrales que participaron en esta encuesta afirmaron que requirieron de un gran esfuerzo para compilar información (a menudo de acceso público) que reflejara de manera confiable las posibles vulnerabilidades en su propio país. La agregación de los datos de los distintos bancos centrales también presentó dificultades. Esta falta de datos fiables y comparables sobre los mercados de bonos en moneda local, que contrasta enormemente con la calidad de los datos sobre bonos internacionales, ha sido fuente de inquietud desde hace tiempo² (el Apéndice 1 incluye un reporte completo de esta labor estadística). El trabajo estadístico se completó a través de la discusión directa con bancos centrales no integrantes del CGFS y con representantes del sector privado en talleres de trabajo celebrados en la Ciudad de México, Tokio y Basilea.

El resto del presente Reporte se organiza del siguiente modo: el Capítulo B examina algunos vínculos importantes entre las políticas económicas (macroeconómicas, microeconómicas y de manejo de la deuda) y la evolución de los mercados de deuda en moneda local. También se analiza el Fondo Asiático de Bonos (ABF por sus siglas en inglés) y el papel que desempeñan las instituciones financieras internacionales oficiales (IFI).

El Capítulo C resume los principales elementos que conforman los mercados de bonos en moneda local en las EME, con especial atención a sus diferencias más palpables con respecto a mercados más desarrollados. Uno de los resultados obtenidos es que en las EME la deuda en moneda local ha crecido con respecto a la denominada en moneda extranjera durante los últimos tres años, mientras que ha disminuido la deuda total en bonos

² El Foro sobre la Estabilidad Financiera, por ejemplo, hizo notar ya en el año 2000 la gravedad de las deficiencias estadísticas (FSF (2000)).

como proporción del PIB. El segundo es que el descenso de la emisión internacional de títulos soberanos en los últimos años ha ido asociado a un incremento de la emisión por empresas o por instituciones financieras. El tercer resultado es que la estructura de la deuda de las EME en bonos locales ha ganado seguridad, al crecer la proporción de deuda a tasa fija (aunque aún es inferior a la de países industriales) y reducirse la de la deuda indexada a la tasa de interés a corto plazo o a tipos de cambio. Pese al reciente crecimiento de la emisión en los mercados internacionales de títulos de deuda denominados en monedas de las EME, ésta es aún reducida, como se examinará más adelante en este capítulo.

En el Capítulo D se analiza cómo este auge de la deuda en moneda local ha modificado la exposición de los principales prestatarios a las tasas de interés y tipos de cambio, para lo que se utilizan varios indicadores estándar. Asimismo, se utilizan los datos de la encuesta para construir medidas precisas y detalladas de los descalces de moneda. Casi todas estas medidas señalan menos exposición cambiaria, en algunos casos con mejoras radicales en apenas unos años. Aunque la falta de datos adecuados impide calcular de forma precisa la exposición a las tasas de interés, no hay muestras de que haya crecido en las EME en general. Estas conclusiones se respaldan con pruebas de estrés (*stress testing*) en las que se estudia cómo evolucionarían diversos coeficientes de deuda pública sobre el PIB en distintos escenarios.

Un volumen abultado y creciente de inversiones en mercados ilíquidos puede poner en peligro la estabilidad financiera en situaciones de presión sobre los mercados. Así pues, el Capítulo E examina los síntomas de mejora de la liquidez según ha ido ampliándose la emisión. La liquidez ha mejorado en numerosos países y aquellos con variables fundamentales más sólidas han reaccionado mejor de lo esperado ante los recientes episodios de volatilidad financiera mundial. No obstante, existen importantes obstáculos para el desarrollo de la liquidez, los cuales se identifican en este capítulo. Por ejemplo, en muchos países, los mercados de deuda en moneda local y de derivados de tasas de interés todavía se encuentran en una etapa temprana de desarrollo, por lo que grandes entradas de capitales (a menudo facilitadas por reformas anteriores) pueden hacer oscilar los precios de los activos financieros más que en el caso de mercados más profundos³. En estos casos, también puede resultar más difícil cubrir la exposición al riesgo de tasas de interés.

La emisión en las EME está dominada por el Gobierno o cuenta con garantías gubernamentales (véase el Capítulo F). Sin embargo, esto no ha resultado en una mayor proporción de deuda *neta* para el sector público, dada la considerable acumulación de reservas internacionales. Esta evolución ha influido mucho en la situación financiera de los gobiernos y de los bancos, hasta el punto que la enorme acumulación de reservas podría crear distorsiones para el sistema financiero. Aunque el mercado de deuda corporativa cuenta menos para la estabilidad financiera que el de deuda pública, la mayor emisión en los mercados de deuda podría exigir reformas que reforzaran por sí mismas los sistemas financieros locales. La dispersión del riesgo fuera del sistema bancario mediante la titularización todavía es muy limitada. No obstante, el desarrollo de mercados de títulos respaldados por hipotecas o por activos está entre los objetivos de las autoridades financieras de numerosos países, lo que en el futuro bien podría influir en los mercados de renta fija de las EME.

Un factor que puede haber limitado la utilidad de la emisión de deuda en moneda local es la estrechez de la base inversora doméstica (véase el Capítulo G). En muchos países, los bancos domésticos se han convertido en los principales compradores de estos bonos, a diferencia de lo que suele ocurrir hoy en día en las principales economías industriales. Esto

³ Tailandia, que se vio en esa tesitura, optó por imponer controles de capital en diciembre de 2006.

se explica en gran medida por la sustancial acumulación de reservas internacionales, que ha producido un gran aumento de la emisión de títulos de deuda a corto plazo, sobre todo por parte de los bancos centrales. Prácticamente la totalidad de estos títulos de esterilización está en manos de los bancos, quienes además poseen grandes cantidades de bonos a largo plazo, de modo que los supervisores deben asegurarse de que los bancos puedan gestionar los consiguientes riesgos de tasa de interés a los que se exponen. Por otro lado, la base local de inversionistas institucionales no bancarios no siempre se encuentra bien desarrollada.

La participación de los inversionistas extranjeros ha crecido sustancialmente en los últimos cinco años y es probable que lo siga haciendo en el futuro. El Capítulo H examina cómo los no residentes invierten en estos mercados, destacando en concreto su dependencia de instrumentos derivados de otros países, con implicaciones para el monitoreo y la estabilidad financiera.

El último capítulo (Capítulo I) resume los principales resultados de este Reporte. No hay duda de que el problema de los descalces de moneda se ha reducido en gran medida, pero en algunos casos debe alargarse el vencimiento de los bonos domésticos para que las estructuras de la deuda sean más propicias para la estabilidad financiera. De cara al futuro, quedan por delante tres importantes desafíos: mejorar la liquidez de estos nuevos mercados, fomentar mayor emisión entre el sector privado y distribuir mejor los riesgos que conlleva la inversión en bonos.

B. El papel de las políticas

Las políticas económicas han desempeñado un papel fundamental a la hora de favorecer o entorpecer el desarrollo de mercados de bonos en moneda local. Por ejemplo, las políticas macroeconómicas que no han conseguido controlar la inflación suelen debilitar los mercados de bonos, al igual que han hecho las restricciones reguladoras y las políticas de emisión de deuda pública cortas de miras. Por el contrario, otras políticas han conseguido nutrir el desarrollo de estos mercados. Una iniciativa que ha atraído gran atención ha sido la del Fondo Asiático de Bonos (*Asian Bond Fund*, ABF). Además, se han lanzado varias propuestas para instar a las instituciones financieras internacionales oficiales a emitir bonos en las monedas de las EME, en vez de en dólares. Este capítulo concluye con una breve descripción de estas políticas⁴.

Políticas macroeconómicas, inflación y mercados de bonos

La trayectoria de los mercados emergentes en la emisión de bonos negociables es mucho más corta que la de los principales países industriales. No obstante, los mercados de bonos locales no son una novedad ni siquiera en los países en desarrollo, sino que hace un siglo ya se negociaban allí bonos en moneda local a tasa fija.

En los últimos 50 años, los principales mercados de Asia y América Latina han seguido trayectorias muy distintas. Así, en los años 50 y 60, los gobiernos y un grupo muy limitado de agencias públicas y grandes sociedades emitían bonos en moneda local con cupón fijo y vencimientos entre cinco y 10 años. Los bancos, compañías de seguros e individuos adinerados solían mantener estos bonos hasta su vencimiento, de modo que los mercados secundarios apenas registraban actividad.

En la década de los 70 y 80, sin embargo, los déficits fiscales y las presiones inflacionarias restringieron la demanda de estos títulos a las tasas de interés que los Gobiernos estaban dispuestos a pagar. La respuesta de los Gobiernos de las EME fue (a) ordenar a bancos y otras instituciones la compra de deuda pública a tasas de interés reguladas, (b) desarrollar bonos indexados a la inflación o a tasa flotante, (c) incrementar la emisión de bonos a corto plazo, (d) endeudarse en divisas, y (e) crear más dinero. En muchos casos, la emisión de bonos a largo plazo en moneda local y a tasa de interés nominal fija acabó por desaparecer.

Durante los años 80 y 90, la inflación fue el principal factor que redujo la proporción de este tipo de títulos (Goldfajn (1998)), Jeanne y Guscina (2006)). Por ejemplo, Burger y Warnock (2003, 2004) encontraron que las compras de bonos en moneda local por inversionistas extranjeros están negativamente correlacionadas con la evolución previa de la inflación. Esto queda refrendado por Ciarlone et al (2006), que halla indicios de que cuando la volatilidad de la inflación y los niveles de deuda pública son bajos, se incentiva la demanda de bonos en moneda local.

No obstante, una mayor inflación no siempre trajo consigo el abandono de los mercados de deuda en moneda local a largo plazo. Por ejemplo, durante el periodo inflacionario de finales de los años 70, la mayoría de países industriales siguieron emitiendo deuda a largo plazo con elevados cupones nominales. En algunos casos, el marcado incremento de las tasas nominales a largo plazo durante este periodo sirvió para crear grupos de presión política en contra de la inflación. Este efecto de «creación de grupos de presión» se dejó sentir sobre todo cuando las tasas de interés aplicadas a las hipotecas se regían por las tasas de

⁴ Los aspectos más técnicos de las políticas destinadas a ampliar la liquidez se explican en el Capítulo E.

mercado de los bonos del Gobierno (Sokoler 2002). Además, el financiamiento del déficit gubernamental a plazos de vencimiento largos no inhibió el incremento de las tasas de interés a corto plazo por parte de los bancos centrales, a pesar de impactos significativos en el déficit presupuestario⁵. Pero por muy importantes que hayan sido estos efectos, no siempre fueron decisivos y numerosos países vivieron episodios de elevada inflación pese a tener importantes mercados de bonos a largo plazo en moneda local y a tasa fija.

Sin embargo, a lo largo de la última década, las EME han logrado corregir en gran medida sus deficiencias macroeconómicas. Una de las principales reformas ha sido la progresiva reducción del financiamiento automático de los déficits públicos por parte del banco central. Hasta hace poco, los gobiernos de numerosos países solían emitir bonos para financiar sus déficits a tasas de interés artificialmente bajas y los bancos comerciales tenían que mantener gran parte de sus carteras en este tipo de títulos, absorbiendo el banco central cualquier exceso de oferta. La situación es ahora distinta, como muestra el Recuadro B1, donde se explica el fin progresivo del financiamiento monetario en la India en apenas una década.

Recuadro B1

El fin del financiamiento monetario en la India

Hasta la década de los 90, el mercado de deuda de la India era insignificante, consistía básicamente en títulos gubernamentales y se caracterizaba por la monetización automática de los déficits públicos y por tasas de interés controladas. Los bancos comerciales estaban obligados a mantener el 25% de sus carteras en títulos del Gobierno y para compensar los bajos intereses que percibían por éstos aplicaban intereses muy elevados a sus préstamos.

Esta situación ha ido cambiando en los últimos 15 años gracias a:

- La introducción de tasas de interés de mercado en 1992, mediante la subasta de títulos gubernamentales.
- La abolición de la monetización automática en 1994, y la introducción de financiamientos puente para suplir la escasez de liquidez a un día del Gobierno en 1997).
- La autorización para que los valores gubernamentales coticen en bolsa y para que las entidades no bancarias participen en operaciones de recompra con títulos públicos en 2003.
- El incremento del límite de inversión para los no residentes.

La ley *Fiscal Responsibility and Budget Management (FRBM) Act*, adoptada en 2003, prohibió al banco central suscribir la emisión primaria de deuda pública a partir de abril de 2006. Esta medida, aunada al incremento de las tasas de interés, dio paso a una serie de reformas en 2006 que mejoraron la liquidez (véase el Capítulo E). Entre las iniciativas que se contemplan de cara al futuro destacan la eliminación del mínimo que se exige para la inversión de los bancos en deuda pública.

El Grupo de Trabajo halló sólidos indicios de que los avances macroeconómicos de los últimos años (incluida la menor inflación con marcos de política monetaria más sólidos, la introducción de tipos de cambio flexibles y los reducidos déficits fiscales) han impulsado el desarrollo de los mercados de bonos en moneda local.

⁵ Así lo corrobora el estudio histórico llevado a cabo por Bordo et al (2002) sobre la emisión de deuda a largo plazo en moneda local en Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Sudáfrica (además de Estados Unidos): «Los factores que comparten [estos países] incluyen sólidas instituciones fiscales, credibilidad de los regímenes monetarios y avances financieros».

Según el último número de *Perspectivas de la Economía Mundial* del FMI, todas las regiones principales registraron niveles de **inflación** de un solo dígito en 2006, a excepción del África subsahariana. En un número importante de casos, los procesos de desinflación en las EME han ido acompañados de la introducción de objetivos de inflación explícitos. Hacia el segundo semestre de 2005, el FMI había identificado 13 EME que se fijaban objetivos de inflación⁶, y desde entonces otros países, como Turquía, han introducido dichos objetivos. Al mismo tiempo, las EME han ido acumulando grandes **superávits externos**, que han alcanzado proporciones extraordinarias en la última década, aunque es cierto que la coyuntura mundial también ha sido excepcionalmente favorable. Un último factor que ha hecho a estas economías más resistentes a las crisis financieras y más atractivas como destinos para la inversión ha sido la tendencia generalizada hacia una mayor **flexibilidad del tipo de cambio**. Un análisis del FMI sobre regímenes cambiarios *de facto* muestra que 14 de las 20 mayores EME (en términos de su PIB en paridad de poder adquisitivo en 2006) hicieron más flexible su tipo de cambio en el periodo 1992–2003⁷. A finales de 2003, el 40% de las EME contaban con un sistema de tipos de cambio completamente variables (cuando a comienzos de la década de los 90 esta proporción prácticamente era cero), mientras los regímenes intermedios representaban otro 40%.

Un estudio realizado por Mehl y Reynaud (2005) ha resultado muy esclarecedor en cuanto a la composición de la deuda pública en las economías emergentes. Considerando como deuda de riesgo toda aquella que no es a largo plazo y a tasa fija, los autores estudian cómo diversos factores macroeconómicos y de otro tipo determinan el nivel de riesgo de la composición de la deuda local (el Recuadro B2 contiene un resumen de sus conclusiones). Ciarlone et al (2006) refuerzan estas conclusiones acerca de los determinantes por el lado de la demanda de la emisión en moneda local, determinando que dicha emisión disminuye cuando crecen la volatilidad de la inflación y la razón deuda pública/PIB, y aumenta según lo hace la profundidad del sistema financiero y la calidad de las instituciones.

La mejora de los fundamentos macroeconómicos ha contribuido al progresivo descenso de las tasas de interés a largo plazo en numerosos países. No obstante, los participantes en los talleres de trabajo celebrados en 2006 sospechaban que el gran interés que seguían mostrando los inversionistas extranjeros por los bonos en moneda local, incluso cuando se presionaba a la baja los rendimientos, también se debía en parte a las condiciones cíclicas mundiales extraordinariamente favorables⁸.

⁶ Incluidas importantes EME como Corea, México, Polonia y Sudáfrica. Véase FMI *Perspectivas de la Economía Mundial* (2005).

⁷ FMI (2005).

⁸ Numerosos participantes también advirtieron que los bajos niveles de volatilidad implícita descontados en los últimos años por los mercados pueden haber creado reglas mecanicistas de gestión del riesgo (como los límites de exposición al riesgo basados en el VaR) que dan a los inversionistas una cierta sensación de confianza en cuanto al riesgo de sus carteras. Este aspecto se analiza en profundidad en el Capítulo H.

Recuadro B2

Determinantes empíricos del grado de riesgo en la composición de la deuda local

Para analizar el grado de riesgo que conlleva la composición de la deuda local de economías emergentes, Mehl y Reynaud (2005) obtienen de fuentes nacionales datos sobre la estructura de la deuda del Gobierno central desglosados por vencimiento, moneda y tipo de cupón y calculan una medida sintética de dicho riesgo para una muestra de más de 30 países desde mediados de la década de los 90.

Diversos estudios académicos sugieren que los principales determinantes del grado de riesgo de la composición de la deuda local son la credibilidad de la política fiscal y monetaria, la administración de la deuda (sobre todo, la pendiente de la curva de rendimientos) y la amplitud de la base inversora. Los autores estiman los efectos marginales de estos determinantes, que se resumen en el cuadro inferior.

1. Solidez de las políticas macroeconómicas

Cuanto más elevada es la carga de la deuda, más riesgo conlleva la composición de la deuda local. Según las estimaciones de los autores, un incremento de 1 punto porcentual en la relación servicio de la deuda/PIB (un indicador aproximado de dicha carga) lleva asociado un aumento del nivel de riesgo de aproximadamente 1,9 puntos porcentuales. Cuando el servicio de la deuda comienza a pesar demasiado, la prima por riesgo de impago se vuelve demasiado alta para que los Gobiernos puedan emitir deuda a largo plazo (Drudi y Giordano (2000)).

Otro factor que aumenta el riesgo en la composición de la deuda local es una inflación elevada. Se estima que una aceleración de la inflación de 1 punto porcentual se traduce en un incremento aproximado de dicho riesgo en 0,8 puntos porcentuales, lo que sugiere que las medidas para estabilizar los precios son clave para aliviar el miedo de los inversionistas a que la deuda doméstica adquiera proporciones desmedidas.

2. Gestión de la deuda (pendiente de la curva de rendimientos)

La pendiente de la curva de rendimientos suele afectar al vencimiento de la deuda, al ser uno de los determinantes del perfil costo-riesgo de la emisión (FMI y Banco Mundial (2003)). En este sentido, el aumento en 100 puntos básicos de la pendiente de la curva se asocia a una reducción del riesgo de la composición de la deuda local de aproximadamente 20 puntos básicos. Esto podría interpretarse como que la pendiente ascendente de la curva anima a los participantes del mercado a invertir en el tramo largo del espectro de vencimientos, donde los rendimientos son mayores.

3. Amplitud de la base inversora

Contar con una amplia base local de inversionistas institucionales (por ejemplo, debido a la reforma del sistema de pensiones o del mercado de capitales) contribuye a profundizar los mercados de valores de deuda domésticos (Claessens et al (2003)). En este sentido, destaca la importancia de introducir un sistema de pensiones completamente capitalizado, ya que los fondos de pensiones prefieren títulos de deuda con bajo riesgo de impago que estén denominados en moneda local. La ampliación de la base de inversionistas en 1 punto porcentual, utilizando como aproximación la relación ahorro privado/PIB, se asocia con un descenso de 0,8 puntos porcentuales en el nivel de riesgo en la composición de la deuda local.

La elasticidad del riesgo en la composición de la deuda doméstica frente a diversos determinantes

Variable	Aproximación	Elasticidad
Carga de la deuda	Servicio de la deuda frente a PIB	1,9 puntos porcentuales
Credibilidad monetaria	Incremento del deflactor del PIB	0,8 puntos porcentuales
Pendiente de la curva de rendimientos	Rendimiento bono del Tesoro a 5 años menos tasa letra del Tesoro a 3 meses	-0,2 puntos porcentuales
Tamaño de la base inversora	Ahorro privado frente a PIB	-0,8 puntos porcentuales

Fuente: Mehl y Reynaud (2005).

Políticas microeconómicas

Además de las deficiencias de las políticas macroeconómicas, una serie de factores de carácter más microeconómico obstaculizó el desarrollo de mercados de deuda profundos en numerosos países. En primer lugar, la inexistencia de una base amplia y diversificada de inversionistas limitó la demanda de bonos. Hasta finales de los años 90, la inversión institucional apenas tenía peso en la mayoría de países (a excepción de Chile), de modo que el volumen de activos administrados por este tipo de inversionistas era mucho menor en los mercados emergentes que en las economías industriales (como porcentaje del PIB). Incluso en aquellos casos en los que la inversión institucional estaba más desarrollada, las restricciones sobre las tenencias de activos, en especial sobre los títulos con menor calificación o del sector privado, dificultaron el desarrollo de los mercados. En los últimos años, sin embargo, la creación de fondos de pensiones ha propiciado una demanda estructural de instrumentos en moneda local.

En segundo lugar, diversas políticas o restricciones de carácter regulador impidieron el desarrollo de liquidez en los mercados secundarios. Algunas políticas han creado exceso de volatilidad en los mercados de dinero a corto plazo, exacerbando con ello el riesgo de liquidez para los tenedores de los títulos. En determinados países, los controles sobre las tasas de interés, las normas contables y la regulación de la inversión han inhibido la negociación activa entre los inversionistas, al igual que han hecho los impuestos sobre las transacciones y las retenciones impositivas. Asimismo, la liquidez del mercado se ha visto restringida por la falta de infraestructuras adecuadas para la negociación de deuda pública en los mercados secundarios, como por ejemplo la obligación de los agentes primarios de proporcionar precios de compra y de venta o la disponibilidad de acuerdos con pacto de recompra («*repos*») y de derivados.

Por último, en muchos países ha faltado la infraestructura necesaria para el desarrollo de la deuda del sector privado. Entre los factores restrictivos se incluyen la ausencia de títulos gubernamentales de referencia a largo plazo para valorar correctamente las obligaciones corporativas, la fragilidad de los sistemas jurídicos y la insuficiente protección de los derechos de propiedad, la laxitud de las normas contables, las deficiencias de la gobernabilidad corporativa y la falta de transparencia. A todo ello hay que sumar la escasa penetración de las agencias de calificación crediticia, que ha limitado el análisis del riesgo de crédito corporativo.

Todos estos asuntos se analizan en capítulos posteriores, donde también se determina en qué medida se han corregido estas deficiencias.

Políticas para la emisión de deuda pública

Las decisiones gubernamentales sobre la moneda de denominación de su propia deuda han tenido un enorme impacto en el desarrollo de los mercados de deuda en moneda local. En el pasado, estas estrategias eran **oportunistas** y apenas prestaban atención a sus posibles implicaciones para la estabilidad financiera o para la situación fiscal a medio plazo. A menudo, se prefería emitir deuda en divisas por ser el pago de su cupón inferior al de la deuda en moneda local, lo que mantenía bajo el gasto corriente gubernamental declarado.

Sin embargo, en los últimos años, los Gobiernos han adoptado un **enfoque** más **basado en principios** para la administración de la deuda, con el fin de acabar con las políticas de

emisión que debilitaron el control macroeconómico⁹. Así, se prestó más atención a la situación de los balances, con especial énfasis en cuantificar las exposiciones al riesgo¹⁰.

Un caso ilustrativo al respecto es la estrategia del Gobierno mexicano con su deuda pública (Gobierno Federal de México (2006)), cuyo ejemplo han seguido cada vez más países mediante marcos similares¹¹. Dicha estrategia consistió en financiar el déficit público en los mercados locales, favorecer la emisión de títulos a largo plazo y tasa fija y reducir gradualmente la emisión de instrumentos a tasa flotante. Para ello, se fijaron objetivos anuales para la reducción de la deuda externa neta, se adoptaron medidas para ampliar y diversificar la base inversora en deuda local y se sustituyeron los bonos internacionales nuevos por instrumentos denominados en pesos emitidos en México.

La implementación de esta estrategia se basó en dos elementos. El primero fue una serie de operaciones destinadas a desarrollar la curva de rendimientos a largo plazo en pesos. Así pues, se emitieron títulos para ampliar la curva desde entre 3 y 5 años en 2000 hasta 10 años en 2001, 20 años en 2003 y 30 años en 2006. El desarrollo y profundidad de la curva de rendimientos aportó una referencia para el financiamiento a largo plazo en pesos, ampliando con ello la gama de posibilidades de financiamiento para el sector privado.

En segundo lugar, se adoptaron medidas para fortalecer la demanda de títulos públicos, mejorar las infraestructuras, reformar el régimen regulador aplicable a los inversionistas institucionales y promover los mercados locales en el extranjero. Como consecuencia de todo ello, los títulos de deuda en pesos con vencimiento superior a un año en manos de extranjeros pasaron de representar el 7,7% en el año 2000 hasta el 15,5% en 2006.

El Gobierno emitió los llamados Lineamientos Estratégicos para el Manejo del Crédito Público, donde se definían indicadores de riesgo, incluidas variables que influyen en el costo de financiamiento de la deuda como las tasas de interés y los tipos de cambio. El Recuadro B3 recoge los principales indicadores de riesgo, cuya publicación periódica podría considerarse de ayuda para alentar la confianza de los mercados en el programa de financiamiento de los gobiernos.

⁹ En este sentido, destaca la emisión de títulos a corto plazo por parte de entidades del sector público. Durante años, el Deutsche Bundesbank expresó sus reservas acerca de la emisión de dichos títulos, alegando motivos de política monetaria. El banco central temía que la emisión a gran escala de este tipo de títulos por parte del Gobierno pudiera mermar la capacidad de aquel de influir en las tasas de interés a corto plazo en su empeño por alcanzar los objetivos de política monetaria (véase Deutsche Bundesbank (1997)).

¹⁰ Häusler (2007) analiza el progreso realizado en la última década en el desarrollo de mercados de títulos locales. Nueva Zelandia fue pionera en adoptar un marco explícito centrado en su balance financiero, bajo el cual la administración de la deuda del Gobierno se relaciona con el balance financiero del Gobierno, así como con los activos tanto físicos como financieros (Anderson (1999)). Existen diversas razones por las que este enfoque sugiere que la mayoría del endeudamiento público debería realizarse en moneda local. Una de ellas es que el valor de la mayoría de activos del sector público no responde a las oscilaciones de los tipos de cambio. Otra es que el Gobierno recauda impuestos en su propia moneda y a menudo exige a las exportaciones de cualquier tributación. Puede consultarse un análisis de los principios de gestión de deuda en BIS (2000) y Wheeler (2003).

¹¹ Acevedo et al (2006) (disponible en la dirección de Internet de este Reporte) aplican una metodología que toma en consideración los efectos de las oscilaciones de los tipos de cambio con el fin de cuantificar las políticas proactivas de los Gobiernos para modificar la composición de la deuda pública hacia la moneda local. Los autores descubren que han sido políticas deliberadas, y no sólo las apreciaciones cambiantes, las que explican las recientes mejoras en la dinámica de la deuda en seis EME.

Recuadro B3

Indicadores de riesgo de mercado y de refinanciación: el caso de México

En su revisión del Plan Anual de Financiamiento de 2007, la Unidad de Crédito Público de México informaba sobre cinco principales indicadores de riesgo.

1. **Participación de la deuda externa en la deuda pública total.** La deuda externa neta del Gobierno federal, en porcentaje del PIB, cayó desde el 8,4% a finales del año 2000 hasta un 4,9% estimado a finales de 2006. En porcentaje del total de deuda neta federal, la deuda externa se redujo desde casi el 45% hasta algo menos del 23%.
2. **Duración del portafolio de deuda.** El plazo de vencimiento promedio de la deuda interna pasó de 1,5 años al cierre de 2000 a un estimado de 4,3 años al cierre de 2006. Por otro lado, la duración de los valores de mercado, incluida tanto deuda externa como interna, se estimó en 3,0 años al cierre de 2006, desde 2,3 años observados al cierre de 2000.
3. **Porcentaje de la deuda a tasa de interés fija de largo plazo.** La proporción de los valores gubernamentales a tasa fija y vencimiento igual o superior a un año se estimó de 49,8% del total a finales de 2006, más de tres veces superior a la registrada a finales de 2000 (14,5%).
4. **Perfil de amortización.** A finales del año 2000, el 56% de los vencimientos se concentraban en el año siguiente y el 25% de la deuda vencía en tres años o más, mientras que a finales de 2006, estos porcentajes eran del 33% y el 55% respectivamente.
5. **Costo en Riesgo (CaR).** Entre los años 2000 y 2006 se redujo considerablemente la probabilidad de un deterioro repentino de la situación fiscal por cambios desfavorables en las variables financieras. El CaR medido en relación a los costos esperados pasó de 1,47 en 2000 a 1,11 en 2006 en el caso de una alteración de la tasa de interés, y desde 1,04 hasta 1,02 en el caso de una alteración en el tipo de cambio. Como resultado de la reciente administración de la deuda pública, la sensibilidad del costo financiero de la deuda del Gobierno Federal frente a mayores tasas de interés o tipos de cambio era en 2006 aproximadamente un tercio de sus valores en el año 2000.

Uno de los retos para la implementación de una estrategia subyacente consiste en determinar cómo seguir dichos lineamientos teniendo en cuenta las condiciones imperantes. Un buen ejemplo de una posible técnica para hacerlo ha sido la emisión de *warrants* de intercambio de deuda en México¹². Estos títulos concedían a sus tenedores el derecho a intercambiar bonos denominados en moneda extranjera (UMS) por otros en pesos a largo plazo (*bonos*), por un valor de 2.500 millones de dólares. Esta medida contribuyó al desarrollo endógeno del mercado de deuda en moneda local, aumentando la cantidad de *bonos* en circulación sólo en condiciones favorables. Al limitarse este intercambio a los títulos a largo plazo, se evitaba que el Gobierno tuviera que reducir la duración de su deuda interna. Además, el impacto de este marcado incremento se vio atenuado a medida que la mayor oferta de *bonos* se fue incorporando gradualmente al mercado. Los *warrants* ofrecían a los tenedores de títulos UMS protección frente a los riesgos por cambiar a instrumentos de deuda locales, algo que resultaba especialmente importante en años de elecciones, lo que explica que todas las fechas de vencimiento sobrepasaran el mes de las elecciones presidenciales, julio de 2006. Por último, esta operación no introdujo riesgo cambiario alguno para los tenedores de los *warrants*, ya que los montos ofrecidos y abonados estaban denominados en dólares de Estados Unidos hasta la fecha de ejercicio.

¹² Para saber más sobre los *warrants* de deuda en México, véanse entre otros JPMorgan Chase (2005); Deutsche Bank (2005) y CSFB (2006).

El Fondo Asiático de Bonos (ABF) y otras iniciativas

Dado que los arreglos institucionales propios de algunos países suelen disuadir a los inversionistas extranjeros de invertir en mercados en moneda local comparativamente pequeños, diversos grupos internacionales han adoptado medidas para simplificar o armonizar dichos mecanismos. Una iniciativa que ha atraído gran atención ha sido la del Fondo Asiático de Bonos (ABF, por sus siglas en inglés) por parte de los bancos centrales de la EMEAP (Reunión de Ejecutivos de Bancos Centrales y Autoridades Monetarias de Asia Oriental y el Pacífico). La segunda fase de este fondo (ABF2) ha invertido cerca de 2.000 millones de dólares en bonos soberanos y cuasi-soberanos denominados en moneda local (véase el Recuadro B4). Por una parte, esta iniciativa facilita la inversión de las reservas de los bancos centrales de Asia en activos financieros **asiáticos**, pero sus ambiciones van mucho más allá. La EMEAP, además de resaltar que el objetivo último es fomentar el desarrollo de fondos índice de bonos en la región, también hizo hincapié en su comunicado de prensa en «[mejorar] las infraestructuras de bonos tanto domésticas como regionales». También se subraya que el ABF2 se ha «diseñado de tal manera que facilite la inversión por parte de otras entidades tanto públicas como privadas». El ABF2 incluye un Fondo Índice Panasiático de Bonos (PAIF) y ocho fondos más de mercado único en los que pueden invertir entidades distintas de bancos centrales que deseen diversificar sus posiciones en los mercados asiáticos de renta fija. Un complemento esencial de este proyecto serán los esfuerzos por «mejorar la estructura de mercado identificando y minimizando los obstáculos de orden jurídico, regulatorio y tributario en los mercados [de bonos]». Un elemento importante para seguir avanzando es la creación de un índice negociable¹³.

Recuadro B4

Fondo Asiático de Bonos 2 (ABF2)

En junio de 2005, el grupo de la EMEAP, al que pertenecen bancos centrales y autoridades monetarias de Australia, China, Corea, Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Japón, Malasia, Nueva Zelandia, Singapur y Tailandia, crearon el Fondo Asiático de Bonos 2 (ABF2), por valor de 2.000 millones de dólares, para invertir en bonos soberanos y cuasi-soberanos denominados en moneda local en ocho mercados asiáticos (China, Corea, Filipinas, Hong Kong, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia). El ABF2 ofrece una forma eficiente y económica de ampliar la inversión en los mercados de bonos asiáticos tanto domésticos como regionales, identificar los obstáculos al desarrollo del mercado de bonos en Asia y catalizar reformas y mejoras regulatorias y tributarias en las infraestructuras de mercado.

Hasta la fecha, los principales logros del ABF2 han sido acelerar las reformas tributarias, mejorar los marcos reguladores, liberalizar más los controles de capital, mejorar la infraestructura del mercado creando una red de custodios regionales, armonizar la documentación jurídica para los fondos de inversión de la región e introducir una serie de referencias creíbles, representativas y transparentes.

Las autoridades económicas asiáticas son muy conscientes de los impedimentos a la participación extranjera y han adoptado medidas para mejorar la situación. Por ejemplo, al crear el ABF2, los bancos centrales de la región han desplegado grandes esfuerzos para reducir al menos algunos de estos impedimentos. En concreto, el PAIF (el mayor componente del ABF2) es el primer inversionista institucional extranjero que participa en el mercado chino interbancario de bonos.

¹³ Las iniciativas del ABF han atraído considerable interés fuera de la región asiática. Battellino (2005) aborda este tema, extrayendo las principales lecciones de esta iniciativa y analizando tres críticas que se han vertido al respecto.

Cabe mencionar asimismo dos iniciativas más. La primera es la plataforma regional del ADB de bonos multidivisa por valor de 10.000 millones de dólares, que vincula los mercados domésticos de capitales de Singapur y Hong Kong, China, Malasia y Tailandia¹⁴. La segunda es la creación de la Asia Securities Industry and Financial Markets Association.

Todas estas iniciativas parecen haber contribuido a la reforma de determinados mecanismos institucionales nacionales, cuya diversidad ha segmentado de forma innecesaria los mercados de títulos locales. Algunos mercados han abierto sus puertas por primera vez a los inversionistas extranjeros y ambos ABF han atraído creciente interés entre los inversionistas no asiáticos.

La contribución de las instituciones financieras internacionales (IFI)

Desde hace mucho tiempo, las IFI han buscado contribuir al desarrollo de los mercados de bonos domésticos en los países en desarrollo y con economías de mercado emergentes. Una forma de hacerlo es emitiendo por sí mismas bonos en moneda local, como lo han hecho desde los años 70¹⁵ en mercados emergentes. En muchos casos, ellas han sido las primeras entidades extranjeras, o se encuentran entre las primeras, en emitir bonos en moneda local en los mercados nacionales e internacionales. En 2005, por ejemplo, el ADB fue pionero en emitir este tipo de bonos en los mercados domésticos de Tailandia, China (junto con la Corporación Financiera Internacional (IFC)) y Filipinas. Ese mismo año, el IFC emitió el primer bono en dirham en el mercado marroquí y el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (BERD) lanzó su primer bono en rublos en el mercado ruso. En 2006, el Banco Mundial emitió el primer bono en leus en Rumania. En el Recuadro B5 puede verse un resumen y valoración del posible impacto de los bonos en moneda local emitidos por las IFI en los mercados domésticos de capitales.

Los debates que mantuvieron sobre este asunto el Grupo de Trabajo y las partes directa o indirectamente implicadas ponen de relieve dos aspectos. El primero es que uno de los principales objetivos de las emisiones de las IFI en moneda de las EME solía ser aprovechar el menor costo de financiamiento¹⁶, que se explica por diversas razones. Una de ellas es que la calificación AAA de que gozan las IFI les permite arbitrar rendimientos en distintos mercados, incluidos los de *swaps*. Teniendo en cuenta el número relativamente pequeño de bonos en moneda local emitidos por IFI para desarrollar los mercados domésticos de capitales, su impacto en el desarrollo de los mercados de bonos en moneda local sólo puede ser selectivo.

¹⁴ El Banco Asiático de Desarrollo (ADB) también ha apoyado los trabajos de armonización. Ismail Dalla y otros miembros del ADB explican en profundidad áreas que pueden necesitar cierta armonización (Dalla (2003)).

¹⁵ El ADB y el Banco Mundial (BIRD) lanzaron en 1970 el llamado bono «samurai» en Japón, que por aquel entonces aún era una economía emergente.

¹⁶ En 2005, el ADB, el Banco Mundial, el BERD, el Banco Europeo de Inversiones (BEI), el Banco Islámico de Desarrollo (IDB) y el IFC obtuvieron hasta un tercio de su nueva financiación mediante emisiones en monedas de mercados emergentes. No obstante, en base a su volumen, esta emisión se concentraba en el rand sudafricano, sobre todo en forma de eurobonos, lo que sugiere que la eficiencia en términos de costos era el principal objetivo de este tipo de emisiones.

Recuadro B5

Las IFI y los bonos en moneda local

La emisión de bonos en moneda local por parte de las Instituciones Financieras Internacionales (IFI) puede presentar numerosas ventajas para el desarrollo de los mercados de este tipo de títulos. Wolff-Hamacher (2006) estudia este asunto (disponible en la dirección en Internet de este Reporte) y extrae las siguientes conclusiones.

- Las IFI proporcionaban en muchos casos considerable asistencia técnica para ayudar a **desarrollar el marco jurídico y regulador** aplicable a las emisiones extranjeras en el momento de lanzar su primer bono en moneda local en un determinado mercado doméstico, abriendo con ello el mercado a otros emisores extranjeros.
- Algunas IFI también involucraron al sector financiero doméstico en el proceso de emisión, transfiriendo con ello **know-how financiero**. Al seguir las mejores prácticas del mercado (por ejemplo en cuanto a la documentación), las IFI también sirvieron de ejemplo a los emisores locales. Sin embargo, la medida en que los bonos de las IFI en moneda local puedan usarse de referencia líquida para los emisores locales (en concreto para las empresas) depende del número y el volumen de emisiones (incluido el relanzamiento de emisiones) y puede quedar algo limitada por la mayor calificación crediticia de que suelen gozar las IFI con respecto a estos otros emisores.
- Este «**efecto llamada**» puede atraer a otros emisores e inversionistas extranjeros. No obstante, ningún estudio ha analizado sistemáticamente hasta ahora el desarrollo de los mercados de emisión extranjera ni de la participación de los inversionistas extranjeros tras la emisión inicial por las IFI. El grado en que esta primera emisión fomenta otras en moneda local y se incrementa la demanda de los inversionistas extranjeros dependerá del atractivo del mercado, que a su vez viene determinado principalmente por las decisiones y actuaciones del Gobierno local. En particular, el Gobierno debe mantener condiciones macroeconómicas y políticas financieras (incluyendo el marco jurídico y regulador y la infraestructura del mercado) que faciliten la integración de los mercados domésticos de capitales y de bonos a largo plazo con los mercados internacionales.
- Hay indicios de que las IFI pueden ayudar a **ampliar la curva de rendimientos locales**, pero de nuevo, para que el impacto sea duradero, se necesita la colaboración del Gobierno local, que debe estar en disposición de tomar el relevo de las IFI y emitir bonos con vencimientos largos. Asimismo, la actuación del Gobierno para ampliar la base de inversionistas institucionales domésticos puede generar un círculo virtuoso de mayor demanda y oferta para los títulos de deuda a medio y largo plazo¹.
- En algunos casos, la emisión de bonos en moneda local por las IFI ha contribuido al **desarrollo de los mercados de derivados y swaps**, pero las pruebas al respecto son todavía bastante anecdóticas².
- Por último, las emisiones individuales de bonos en moneda local (especialmente las emitidas como bonos extranjeros «tradicionales» o bonos globales) han solido acabar en manos de los inversionistas locales (en concreto, institucionales). Así pues, la emisión de bonos en moneda local por las IFI ha ofrecido a los **inversionistas locales oportunidades de diversificación de sus carteras**. Aunque con ello se contribuye a la estabilidad del mercado financiero, su impacto general depende una vez más del número y el volumen de dichas emisiones.

¹ El BERD, coincidiendo con el lanzamiento de su primer bono en rublos en 2005 y con la creación de un nuevo índice para el mercado monetario ruso (MosPrime), señaló que en algunos casos el desarrollo del tramo corto del mercado puede ser tan importante como el desarrollo del tramo largo. ² Sin duda, las IFI también podrían contribuir al desarrollo de los mercados de derivados y swaps proporcionando asistencia técnica al margen de la emisión de bonos en moneda local.

Otro aspecto es que, en estos pocos casos, las IFI pueden contribuir de manera eficaz a abrir los mercados a los emisores extranjeros, especialmente mediante la provisión de asistencia técnica que suelen conllevar estas emisiones. No obstante, sólo se conseguirá la integración internacional de los mercados domésticos de capitales si los esfuerzos de las IFI se integran perfectamente con las políticas macroeconómicas de los gobiernos locales y con las políticas de los mercados financieros. Los considerables esfuerzos que conlleva la emisión inicial de estos bonos en moneda local (sobre todo en los mercados domésticos) hacen que las IFI pueden resultar de gran ayuda en la provisión de asistencia técnica (sobre estrategias de endeudamiento, gama de instrumentos, etc.) y en la compilación y diseminación de los datos relevantes¹⁷.

¹⁷ Por ejemplo, el ADB ha creado una página en Internet donde ofrece información pormenorizada y estandarizada sobre los mercados asiáticos de bonos en moneda local (www.asianbondsonline.com).

C. Cambio en la composición de la deuda de moneda extranjera a local

En este Capítulo se describen los principales elementos del cambio en la composición de la deuda de moneda extranjera a local. Un factor a destacar es que la emisión de bonos domésticos ha aumentado con respecto a la emisión internacional. Otro es el incremento de la emisión internacional de bonos denominados en las monedas de las EME, en detrimento de las principales monedas internacionales. También ha cambiado la estructura de la emisión de la deuda doméstica, al reducirse la proporción de títulos denominados en moneda extranjera.

Un segundo aspecto analizado es la sostenibilidad de las estructuras de deuda a la luz de todos estos cambios. La relación entre el total de deuda en circulación (tanto internacional como doméstica) y el PIB, que creció sustancialmente a mediados de los años 90 (en gran medida por las crisis acaecidas), ha ido reduciéndose en la mayoría de EME. Esta tendencia se explica por la mejora de las políticas fiscales y por el entorno económico extraordinariamente favorable de los últimos años. Por último, el capítulo examina cómo los cambios en la composición por moneda han afectado la sostenibilidad de la deuda.

Cuadro C1

Activos financieros

En porcentaje de activos

	1995			2005		
	Activos bancarios	Acciones	Bonos	Activos bancarios	Acciones	Bonos
América Latina	40	26	34	29	30	40
Asia, mayores economías	57	19	24	49	25	26
Asia, otros países	46	43	11	39	33	28
Europa central	52	12	37	37	25	39
Total EME	46	30	25	40	32	28
Países industriales	30	27	43	25	32	44
De los cuales:						
Alemania	56	10	34	45	14	41
Reino Unido	38	38	23	38	32	30
En porcentaje del PIB						
Total EME	55	36	30	77	61	53
Países industriales	82	75	120	95	119	166

Nota: los activos bancarios (de bancos creadores de dinero) se refieren a créditos al sector privado, empresas públicas no financieras y gobiernos centrales y locales (líneas 22a, 22b, 22c y 22d de las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI). Bonos incluyen los títulos de deuda domésticos e internacionales de la base de datos del BPI. Véase el Cuadro Anexo 1 (en porcentaje del PIB) para ver el desglose por países de cada región. El total para EME también incluye a Israel, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

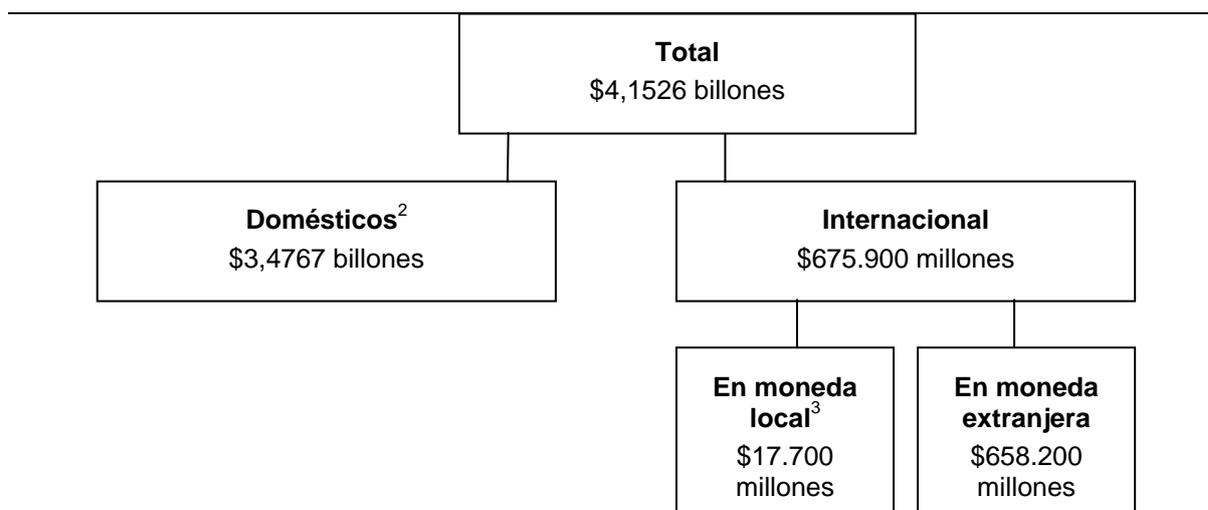
Fuentes: Datastream; FMI; Standard & Poor's; Banco Mundial; BPI.

Los bonos en el sistema financiero

El Cuadro C1 presenta los activos financieros de algunos mercados clasificados en amplias categorías, los activos de los bancos, la capitalización bursátil y el volumen de bonos en circulación. En él se aprecia que los mercados de deuda de numerosas EME registran un porcentaje de intermediación financiera total algo inferior al de los países industriales. En 2005, los mercados de bonos representaban el 28% del total de activos financieros en las economías de mercado emergentes, algo más que el 1995. Por su parte, los activos bancarios se han reducido. Esta tendencia se observa en todas las regiones.

Cuadro C2

Estadísticas del *Informe Trimestral* del BPI sobre bonos y pagarés en circulación emitidos por residentes en EME (a finales de 2006)¹



¹ Basadas en las 23 principales EME de este Reporte. ² No se dispone de un desglose por moneda para los bonos domésticos incluidos en el *Informe Trimestral* del BPI. No hay datos disponibles para Arabia Saudita e Israel. ³ Emisiones por residentes en su moneda local. El total en circulación emitido en las monedas de las 23 EME por emisores no residentes a finales de 2006 era 76.700 millones de dólares, que sumados a los 7.800 millones de dólares para las monedas de otras EME, dan como resultado los 102.100 millones de dólares del Cuadro C4.

Fuentes: Dealogic; Euroclear; ICMA; autoridades nacionales; Thomson Financial Securities Data; BPI.

Estadísticas del BPI sobre bonos en circulación

Para analizar la estructura de la emisión de bonos por parte de las EME se toma como punto de partida las estadísticas trimestrales del BPI, cuyos principales elementos se sintetizan en el Cuadro C2. Las estadísticas muestran que, a finales de 2006, los bonos en circulación de las EME emitidos en los principales mercados internacionales (es decir, bonos internacionales) ascendían a 676.000 millones de dólares¹⁸. De ellos, las EME emitieron

¹⁸ El término «bono» se refiere aquí a bonos y pagarés con vencimiento superior a un año. El BPI también recopila datos sobre instrumentos a corto plazo del mercado monetario. En los cuadros y gráficos del presente Reporte, se entiende que títulos de deuda engloban bonos y pagarés junto a instrumentos del mercado monetario.

bonos en moneda doméstica por un valor aproximado de 18.000 millones de dólares. Los bonos en circulación de las EME emitidos en sus mercados locales (es decir, bonos domésticos) superaron los 3,47 billones de dólares. El BPI no recaba información sobre la moneda en la que se denominan dichos bonos, pero se sabe que casi todos ellos lo están en moneda local. Bajo este supuesto, los bonos en moneda local en circulación superaron los 3,49 billones de dólares, mientras que en moneda extranjera alcanzaron los 658.000 millones. Pese a no contar con un desglose por divisas de los bonos domésticos, estos datos aportan información muy interesante sobre la evolución reciente.

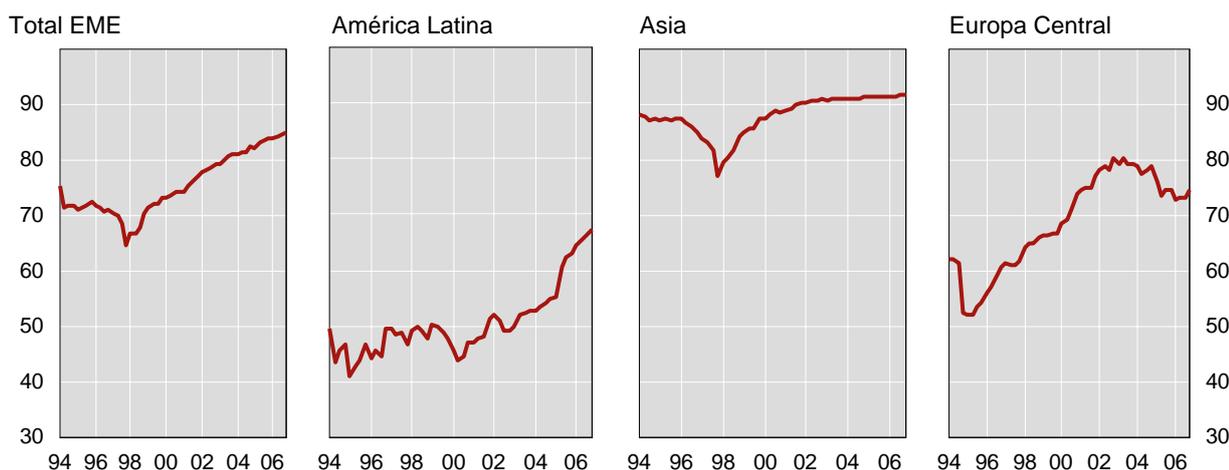
En el Gráfico C1, que muestra la evolución de los bonos domésticos en proporción al total de bonos en circulación, se aprecian variaciones considerables entre países. En 1995, los bonos domésticos representaban el 87,5% del total de títulos de deuda en circulación emitidos por las mayores economías asiáticas; Chile, Malasia y Sudáfrica también presentaban proporciones por encima del 80%. En el otro extremo se situaban países como Argentina, Hungría, Indonesia, México, Turquía y Venezuela, que no alcanzaban ni siquiera el 50%. No obstante, en la última década, este porcentaje ha crecido sustancialmente en las economías en desarrollo, en especial en aquellas que en 1995 registraban niveles bastante bajos.

En años recientes, se ha producido un cambio significativo en la dimensión y el patrón de la emisión internacional neta. Así, en los años 90 (e incluso antes), se registraban niveles sustanciales de emisión de bonos internacionales por parte de las EME, principalmente en América Latina. En el periodo 1995–99, la emisión rondó en promedio los 42.000 millones de dólares anuales, la mitad de los cuales procedía de entidades en América Latina. La situación es ahora distinta, dado que Brasil, Chile, México y Venezuela amortizaron en términos netos bonos internacionales en 2005–06. Por su parte, la emisión internacional neta por parte de EME no latinoamericanas creció desde los 20.000 millones de dólares anuales en 1995–99 hasta más de 45.000 millones al año tanto en 2005 como en 2006.

Gráfico C1

Bonos y pagarés domésticos

Cantidades en circulación, en porcentaje del total

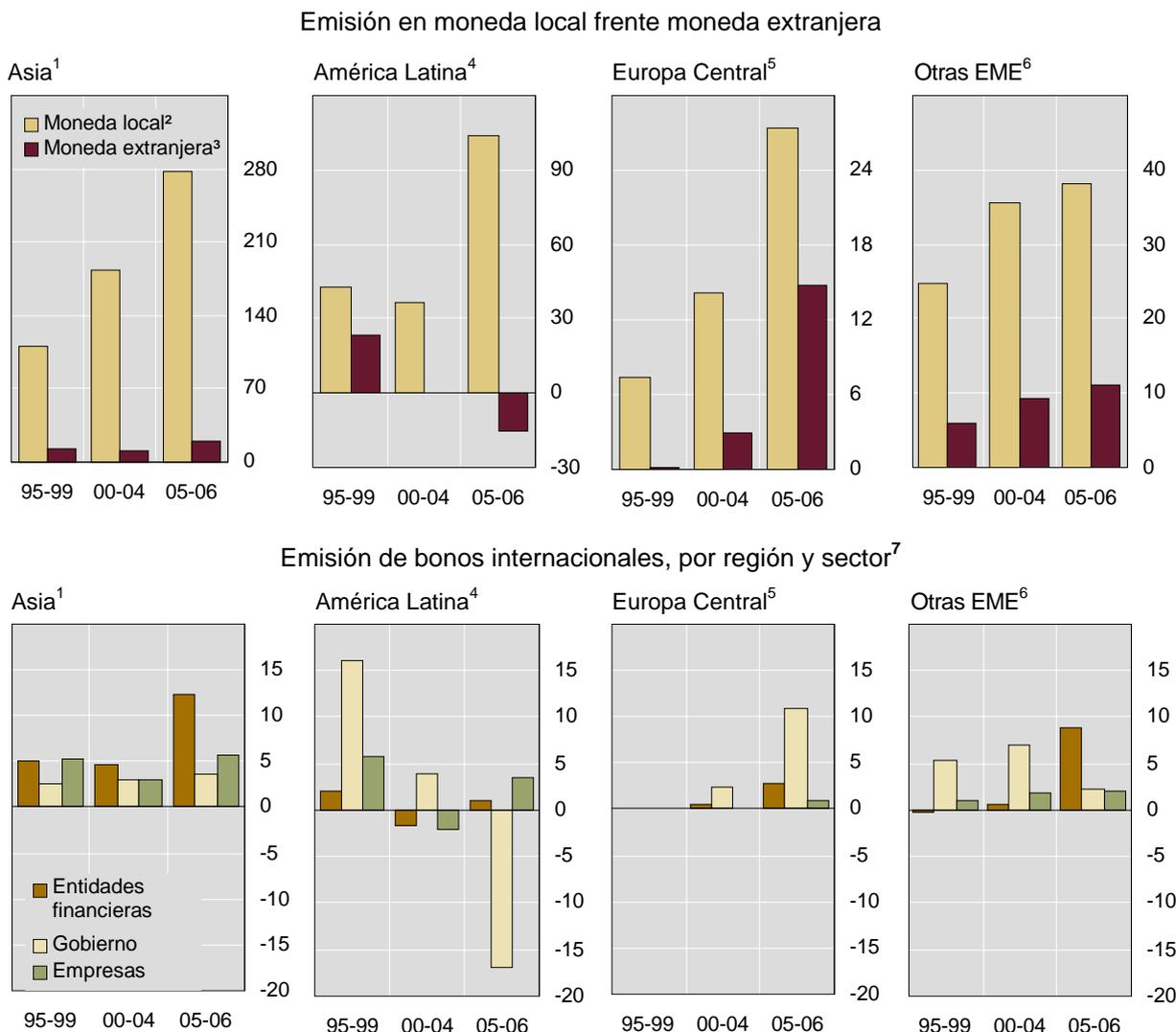


Fuentes: datos nacionales; BPI.

Los paneles superiores del Gráfico C2 muestran un aumento sustancial generalizado de la emisión agregada neta de bonos y pagarés en el mercado en moneda local¹⁹, para rebasar en 2006 los 380.000 millones de dólares anuales. El Cuadro C3 examina con más detalle la emisión doméstica. Como se analizará en el Capítulo F, este incremento ha obedecido sobre todo a la mayor actividad emisora por parte de gobiernos y bancos centrales.

Gráfico C2

Emisión neta de bonos y pagarés, por región y sector



¹ China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Tailandia y Taiwan (China). ² Incluye emisiones tanto nacionales como internacionales de bonos y pagarés en moneda local, en miles de millones de dólares de EEUU. ³ Emisión neta de bonos y pagarés internacionales en moneda extranjera, en miles de millones de dólares de EEUU. ⁴ Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú y Venezuela. ⁵ Hungría, Polonia y República Checa. ⁶ Arabia Saudita, Israel, Rusia, Sudáfrica y Turquía. ⁷ Por país de residencia del emisor, en todas las monedas, y por sector de actividad inmediato del emisor, en miles de millones de dólares de EEUU.

Fuentes: Dealogic; Euroclear; ICMA; Thomson Financial Securities Data; autoridades nacionales; BPI.

¹⁹ Es decir, retomando las definiciones del Cuadro C2, bonos domésticos más bonos internacionales en moneda local.

Cuadro C3

Cambios en los volúmenes de bonos y pagarés domésticos

Anualizados, en miles de millones de dólares de EEUU

	1995–99	2000–04	2005	2006 ¹
América Latina	42,0	36,2	83,2	88,4
Argentina	1,8	2,2	19,0	0,3
Brasil	22,2	2,5	7,4	57,0
Chile	3,5	1,9	-2,5	-2,4
Colombia	0,5	0,8	0,1	-0,2
México	11,0	25,3	31,4	33,0
Perú	0,6	0,3	0,5	0,6
Venezuela	2,3	3,2	27,3	0,0
Asia, mayores economías	90,1	161,4	202,6	218,4
China	25,2	64,9	105,9	112,1
Corea	44,2	54,4	57,9	69,2
India	13,2	25,3	27,2	27,7
Taiwan, China	7,5	16,8	11,5	9,5
Asia, otros	20,8	22,2	23,6	26,3
Filipinas	0,7	3,6	1,9	-0,5
Indonesia	8,7	3,9	-0,2	2,6
Malasia	6,6	8,4	7,1	5,8
Tailandia	4,8	6,2	14,9	18,4
Europa central	7,3	14,1	24,0	23,1
Hungría	2,5	4,0	3,7	4,0
Polonia	3,8	7,8	14,9	11,9
República Checa	1,0	2,4	5,4	7,3
Rusia	6,4	2,2	4,9	5,6
Israel	...	...	...	...
Turquía	14,9	29,0	25,3	10,3
Arabia Saudita	...	...	...	...
Sudáfrica	3,2	4,3	8,6	9,2
Total	184,7	269,3	372,2	381,4

Nota: los totales regionales y globales se refieren únicamente a los países del cuadro.

Fuentes: autoridades nacionales; BPI.

Cuadro C4

Bonos y pagarés internacionales, por moneda

Cantidades en circulación a finales de año, en millones de dólares de EEUU

	1995	2000	2005	2006
América Latina	47	2.759	11.628	25.018
Peso argentino	0	2.286	579	826
Real brasileño	0	15	5.494	10.730
Peso chileno	0	239	74	247
Peso colombiano	0	0	1.296	1.993
Peso mexicano	47	220	3.682	9.943
Nuevo sol peruano	0	0	283	439
Bolívar venezolano	0	0	220	841
Asia, mayores economías	95	3.235	5.069	4.875
Renminbi chino	0	0	1.503	1.665
Won coreano	0	94	979	1.183
Rupia india	0	0	111	145
Nuevo dólar taiwanés	95	3.141	2.476	1.882
Asia, otros	380	1.769	2.745	4.652
Peso filipino	48	189	60	72
Rupia de Indonesia	0	40	239	619
Ringgit de Malasia	203	42	519	1.439
Baht tailandés	130	1.499	1.927	2.522
Europa central	320	5.340	20.101	22.575
Corona checa	320	2.431	10.181	12.474
Forint húngaro	0	61	4.425	4.299
Zloty polaco	0	2.848	5.495	5.802
Rublo ruso	0	493	570	3.499
Nuevo shekel israelí	0	0	347	597
Lira turca	0	0	5.696	9.516
Riyal de Arabia Saudita	0	0	187	187
Rand sudafricano	685	5.949	18.909	23.394
<i>Otras EME</i>	2	750	3.947	7.828
Total (excluidos DEG y monedas de centros extraterritoriales y economías desarrolladas)	1.529	20.295	69.197	102.140

Nota: emisiones en todo el mundo en la moneda del respectivo país. Los totales regionales se refieren únicamente a los países del cuadro.

Fuentes: Dealogic; Euroclear; ICMA; Thomson Financial Securities Data; BPI.

En cuanto a la distribución por sectores, el Gráfico C2 (paneles inferiores) muestra que la emisión externa neta por el sector gubernamental ha perdido terreno, excepto en Europa central, donde los gobiernos se han endeudado considerablemente. En cambio, las instituciones financieras y las empresas han aumentado su emisión sustancialmente. Así, la emisión neta agregada por el sector empresarial en las EME creció hasta los 74.900 millones de dólares en 2006 (frente a los 9.400 millones anuales registrados en el periodo 2000–04). Además, la proporción de bonos corporativos internacionales con calificación de grado de inversión sigue creciendo, con mayor rapidez en el caso de empresas en Latinoamérica y bancos en Europa emergente.

El auge de la emisión de deuda externa corporativa podría explicarse por la menor emisión de bonos soberanos extranjeros, que habría dado margen a un mayor endeudamiento corporativo. Otra explicación sería la fuerte demanda de fondos por parte de empresas productoras de materias primas. Por último, también cabe mencionar la mejora de las calificaciones crediticias de las emisiones corporativas²⁰.

Los bonos globales en moneda local

En los últimos dos años, se ha intensificado la emisión de bonos denominados en moneda local en los mercados internacionales. A finales del año 2000, del total de los bonos internacionales en circulación, apenas 20.000 millones de dólares estaban denominados en moneda local (véase el Cuadro C4), mientras que hacia finales de 2006 esta cantidad alcanzaba los 102.000 millones. La principal moneda de emisión de estos bonos era el rand sudafricano, seguido de la corona checa y del real brasileño. Para 2006, de los 94.000 millones de dólares en bonos globales denominados en moneda local en los países encuestados, 44.000 millones habían sido emitidos por instituciones financieras no residentes, seguidas de las IFI, con 28.500 millones en circulación. Los residentes en las EME apenas emitieron 17.500 millones de dólares, destacando Sudáfrica (2.100 millones de dólares), Brasil (1.400 millones), México (1.200 millones) y Colombia (500 millones). El Recuadro C1 ilustra el caso de dos emisores soberanos, Brasil y Colombia. La emisión de bonos en moneda local en los mercados internacionales ha permitido a este tipo de emisores atraer a inversionistas internacionales y modificar al mismo tiempo la composición de monedas de su cartera de deuda.

En el taller organizado por el Grupo de Trabajo en América Latina, se escucharon distintas opiniones acerca de las virtudes de la emisión doméstica en moneda local frente a la global. Para la mayoría de participantes, en el caso de la **emisión gubernamental**, el financiamiento en moneda local en los mercados internacionales era sólo una segunda opción, dando prioridad a la emisión en los mercados nacionales y ayudando así a que los países reaccionen mejor ante perturbaciones financieras. Por ejemplo, las autoridades brasileñas facilitaron la inversión extranjera en bonos locales al eliminar la retención de impuestos sobre las plusvalías obtenidas por los inversionistas no residentes. También se han adoptado medidas para facilitar el proceso de registro. No obstante, la opinión general fue que, dado el creciente interés de los inversionistas internacionales por los títulos en moneda local, la emisión de bonos internacionales de larga duración podía ser útil, especialmente si los mercados locales aún no son suficientemente profundos para acomodar las emisiones a muy largo plazo.

²⁰ Véase también FMI (2007).

Recuadro C1

Bonos gubernamentales globales en moneda local: Brasil y Colombia

Numerosos gobiernos latinoamericanos han emitido bonos globales en moneda local (véase Tovar (2005)). Se trata de títulos de deuda que se emiten al mismo tiempo en los mercados internacional y doméstico, en diversas monedas y se liquidan a través de varios sistemas transfronterizos.

En noviembre de 2004, el Gobierno colombiano emitió bonos globales en pesos con liquidación en dólares por un valor de 954.200 millones de COP (375 millones de dólares). Dichos bonos se emitieron bajo condiciones muy ventajosas para el prestatario, como refleja su cupón del 11,75% y su vencimiento a más de cinco años. La demanda fue muy elevada, lo que permitió emitir dos tramos con costos comparativamente bajos en el mercado doméstico. En febrero de 2005, se lanzó una nueva emisión con condiciones muy similares, pero con vencimiento más largo (10,7 años), seguida de otra más en 2006 para financiar la recompra de deuda denominada en dólares.

En septiembre de 2005, Brasil emitió un total de 3.400 millones de BRL (1.500 millones de dólares) en bonos globales con vencimiento superior a 10 años y cupón 12,5%, cuya demanda superó varias veces la cantidad ofertada y cuya distribución fue verdaderamente internacional. Esta emisión también amplió por encima de los 10 años el vencimiento de la curva de rendimiento para la deuda pública a tasa fija en moneda local, mientras que en el mercado local el vencimiento máximo era a 7 años.

Los casos de Brasil y Colombia comparten ciertas características importantes. En primer lugar, los valores tenían vencimientos relativamente largos. Segundo, no estaban indexados a la inflación, sino que ofrecían una tasa de interés fija, transfiriendo por tanto a los inversionistas tanto el riesgo de inflación como el cambiario. Al mismo tiempo, permitían liquidar los intereses y el capital en dólares de Estados Unidos, librando por tanto a los inversionistas de cualquier riesgo asociado a los controles cambiarios.

En ambos países persisten factores institucionales que siguen limitando la entrada de inversionistas extranjeros en los mercados de bonos domésticos.

En cuanto a la **emisión corporativa**, una de las principales empresas emisoras explicó en este taller que la opción entre moneda local y extranjera dependía en parte de las condiciones financieras en su mercado local. En el año 2004, cuando dicho mercado se volvió más volátil, esta empresa optó por el financiamiento en dólares, para volver a emitir en moneda local en 2005 cuando se observó una recuperación del mercado local de deuda y una apreciación de la moneda. Sorprende sin embargo que los diferenciales de esta empresa en el mercado local permanecieran prácticamente constantes durante esos años, mientras que en el mercado internacional se iban reduciendo. Esta rigidez de los diferenciales locales puede obedecer a la falta de diferenciación del crédito y de competitividad, así como a la estrechez de la base inversora en el mercado doméstico.

La estructura de los títulos de deuda domésticos

Existe una amplia gama de instrumentos en los mercados locales de deuda, que incluye títulos a largo plazo y a tasa fija (en términos nominales y reales); títulos a tasa flotante con cupón ajustado a la tasa de interés a corto plazo; títulos denominados en moneda extranjera (o vinculados al tipo de cambio); y títulos vinculados a la inflación. Las exposiciones al riesgo que genera cada uno de estos instrumentos son muy diversas, al igual que su repercusión en las políticas. El Cuadro C5 recoge los resultados de la encuesta realizada por el Grupo de Trabajo sobre los tipos de instrumentos que elige el Gobierno central a la hora de financiarse, cuyo patrón se analiza en los párrafos siguientes.

(a) Deuda a tasa fija nominal

La emisión de deuda a largo plazo a tasa fija favorece en mayor medida la estabilidad financiera, al proteger a los prestatarios de la depreciación de la moneda y del incremento

de las tasas de interés, pero también presenta otras ventajas. Dado que los Gobiernos que optan por este tipo de financiamiento protegen sus déficits fiscales de cualquier fluctuación de las tasas de interés a corto plazo, se reduce la presión para que el banco central mantenga demasiado bajas dichas tasas²¹.

En los principales países industriales, la gran mayoría de la deuda pública en circulación consiste en bonos a tasa fija nominal (véase el apunte pro memoria en el Cuadro C5). En las EME, la proporción de estos bonos es mucho menor, aunque en los últimos cinco años ha pasado del 65% al 71%. No obstante, se aprecian grandes divergencias entre países y regiones: en Asia y Europa central predominan los bonos a tasa fija, mientras que en América Latina éstos apenas alcanzan el 23%.

(b) Emisiones a tasa flotante

La deuda a tasa flotante, en cambio, expone a los prestatarios al riesgo de incrementos de las tasas de interés a corto plazo. Los episodios de inestabilidad analizados en el taller de trabajo de México confirmaron que un gran problema al que se enfrentan las autoridades económicas de los países donde predomina este tipo de títulos es que una política monetaria restrictiva pueda deteriorar en gran medida las cuentas públicas. También puede verse comprometida la solvencia de las empresas locales que dependen de este tipo de títulos, lo que agudiza el riesgo de una crisis financiera y plantea complicados dilemas para la política fiscal.

América Latina sigue recurriendo en gran medida a este tipo de financiamiento, aunque menos que hace unos años. En el caso de Turquía, la proporción es aún elevada. Esta gran dependencia de la deuda a tasa flotante hace que la exposición al riesgo de tasas de interés siga siendo significativa.

(c) Deuda denominada en moneda extranjera o vinculada al tipo de cambio

La deuda en divisas expone a los prestatarios a las oscilaciones del tipo de cambio. Los datos disponibles sobre deuda denominada en moneda extranjera o ligada al tipo de cambio sugieren que esta última se ha reducido en América Latina (desde el 22% en el año 2000 hasta el 5% en 2005). En líneas generales, la deuda vinculada a divisas se está reduciendo progresivamente en algunos países, sobre todo en Brasil, donde ha pasado del 21% en 2000 al 3% en 2005. Sin embargo, el financiamiento mediante deuda en divisas o vinculada a ellas sigue utilizándose en países con un grado significativo de dolarización, como Perú y Venezuela. Asimismo, distintos países han solido responder a los episodios de presión extraordinaria sobre el tipo de cambio incrementando temporalmente su emisión en divisas, como hizo Brasil en 2001²².

²¹ Por estos motivos, Mehl y Reynaud (2005) estiman el riesgo de la composición de la deuda local a partir de la proporción de deuda que no es a largo plazo y tasa fija. Tras estudiar la situación en 30 países, afirman que entre los factores que incitan a los gobiernos a optar por estructuras de deuda más riesgosas se encuentran una fuerte carga del servicio de la deuda, escasa credibilidad de la política monetaria y una estrecha base de inversionistas institucionales locales. Véase el Recuadro B2 en la página 10.

²² Aunque puede haber buenas razones que justifiquen dicha flexibilidad, es necesario que la orientación general de las políticas macroeconómicas permanezca suficientemente restrictiva como para poder contener cualquier presión inflacionista.

(d) Deuda ligada a la inflación

No resulta fácil evaluar las implicaciones que tiene la deuda ligada a la inflación para la estabilidad financiera. Estos bonos presentan muchas de las ventajas de la deuda nominal tradicional a tasa fija sobre la estabilidad, al generar una tasa de interés a largo plazo determinada por el mercado que no está directamente relacionada con la tasa oficial establecida por el banco central. Además, al estar denominados en moneda local, estos bonos evitan los descalces de moneda. También reducen los riesgos de tasa de interés o refinanciación. Dado que los impuestos que recauda el Gobierno están ligados a la inflación, tiene sentido que éstos emitan este tipo de deuda.

Cuadro C5
Deuda doméstica por tipo de instrumento¹
En porcentaje de la cantidad en circulación

	2000				2005			
	Tasa variable	Tasa fija	Indiciada a la inflación	En moneda extranjera o vinculada al tipo de cambio	Tasa variable	Tasa fija	Indiciada a la inflación	En moneda extranjera o vinculada al tipo de cambio
América Latina	47	12	13	22	46	23	23	5
Argentina	12	0	0	88	2	1	74	20
Brasil	58	15	6	21	60	21	16	3
Chile	0	0	92	8	0	18	64	18
Colombia	0	50	41	7	0	70	29	1
México	35	6	16	0	47	28	13	0
Perú	17	0	54	29	3	35	36	25
Venezuela	100	...	...	...	44	...	...	56
Asia, mayores economías	19	81	0	0	9	91	0	0
China	46	54	...	...	19	81	...	...
Corea	8	92	0	0	3	97	0	0
India	0	100	0	0	5	95	0	0
Taiwan, China	0	100	0	0	0	100	0	0
Asia, otros	15	83	0	2	9	91	0	0
Filipinas	8	92	...	...	4	96	...	...
Indonesia	51	42	0	7	53	47	0	0
Malasia	...	100	...	...	...	100	...	...
Tailandia	0	100	0	0	0	100	0	0

Cuadro C5 (cont)
Deuda doméstica por tipo de instrumento¹
 En porcentaje de la cantidad en circulación

	2000				2005			
	Tasa variable	Tasa fija	Indiciada a la inflación	En moneda extranjera o vinculada al tipo de cambio	Tasa variable	Tasa fija	Indiciada a la inflación	En moneda extranjera o vinculada al tipo de cambio
Europa central	18	82	1	0	12	87	1	0
Hungría	...	...	...	...	...	...	...	...
Polonia	20	80	0	0	15	84	2	0
República Checa	0	95	5	0	0	100	0	0
Rusia	...	100	...	...	...	97	3	...
Otros	11	86	1	1	21	63	7	7
Israel	23	53	22	1	10	78	12	...
Turquía	24	70	0	6	31	42	11	15
Arabia Saudita	9	91	0	0	17	83	0	0
Sudáfrica	1	97	0	...	9	77	9	...
Total economías emergentes	24	65	3	6	19	71	6	2
Hong Kong	0	100	0	0	3	97	0	0
Singapur	...	100	...	...	...	100	...	...
Pro memoria: países industriales²	6	90	4	0	12	83	6	0

¹ Incluye solo bonos y pagarés, y excluye instrumentos del mercado monetario. Los totales regionales corresponden a la suma de los países del cuadro. Los totales no suman el 100% al excluirse los instrumentos híbridos. El coeficiente se obtiene utilizando los datos del Gobierno central y otros emisores del Cuadro 2d de la encuesta del Grupo de Trabajo. ² Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuente: encuesta del Grupo de Trabajo.

En aquellas economías donde la política monetaria aún no goza de gran credibilidad, los bonos indexados a la inflación pueden permitir a los gobiernos alargar el vencimiento de su deuda y por tanto fomentar el desarrollo de mercados de capitales a largo plazo²³. Por lo tanto, estos bonos se han utilizado en América Latina en el marco de la ampliación gradual de la estructura de vencimientos de la deuda pública doméstica. El Plan Anual de Endeudamiento de Brasil incluye entre sus objetivos el reemplazo gradual de los bonos a tasa flotante y ligados a divisas por bonos ligados a la inflación (así como a tasa fija).

Entre los argumentos que suelen citarse en contra de los bonos indexados se encuentran los efectos nocivos que tuvo la amplia indexación que tuvo lugar en los años 70 y 80 en una serie de países en periodos de inflación elevada y volátil. Estos bonos, al hacer que la inflación se acepte más fácilmente, pueden perpetuar las presiones inflacionistas. Algunos países con una importante indexación financiera, como Brasil y México, han adoptado medidas destinadas a reducir el alcance de la indexación con el fin de acabar con la psicología de expectativas de inflación bien arraigadas. Sin embargo, no existe necesariamente una relación directa entre las prácticas de indexación y los niveles de inflación. Las presiones inflacionarias proceden principalmente de políticas macroeconómicas débiles. El caso de Chile, donde la sustancial indexación no estuvo reñida con el progreso continuo hacia la desinflación, es un claro ejemplo de lo anterior.

Resulta paradójico que aquellos países donde la inflación ha permanecido bajo control durante algún tiempo sean los que parecen tener las mejores perspectivas a largo plazo en cuanto a deuda ligada a la inflación (Price (1997)). El Gobierno británico lanzó este tipo de bonos por primera vez en 1980, y el mercado ganó atención en 1997, cuando el Gobierno estadounidense comenzó a emitir sus títulos TIPS (Treasury Inflation Protection Securities). Hacia mediados de 2004, los bonos en circulación ligados a la inflación representaban 551.000 millones de dólares a escala mundial, la mitad de ellos emitidos en Estados Unidos.

Numerosos participantes del sector privado mencionaron en los talleres del Grupo de Trabajo que la deuda ligada a la inflación resultaba atractiva para los inversionistas institucionales locales. En muchos países, las compañías de seguros y los fondos de pensiones comenzaron a adquirir estos títulos con el fin de ajustar mejor sus activos a sus pasivos, los cuales aumentan con la inflación. Los inversionistas que requieren flujos de fondos no en términos nominales sino reales (como los seguros de donación (*endowments*) y las fundaciones), utilizan estos bonos porque proveen una fuente predecible de rendimientos reales. Además de ofrecer cobertura frente a la inflación, los bonos con rendimiento real pueden ayudar a diversificar carteras de acciones y bonos, al ofrecer volatilidad baja y correlación reducida (o incluso negativa) con muchas otras clases de activos²⁴.

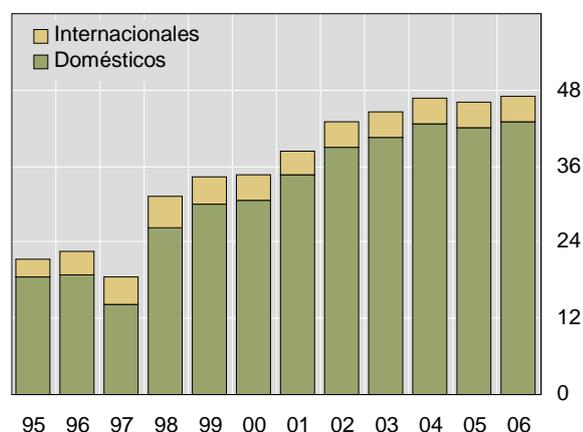
²³ Véase en Mishkin (2006) y en Ize y Levy-Yeyati (2003) la utilización de la deuda indexada para limitar la dolarización de los pasivos.

²⁴ Polonia comenzó a emitir deuda ligada a la inflación en agosto de 2004 y Corea en marzo de 2007.

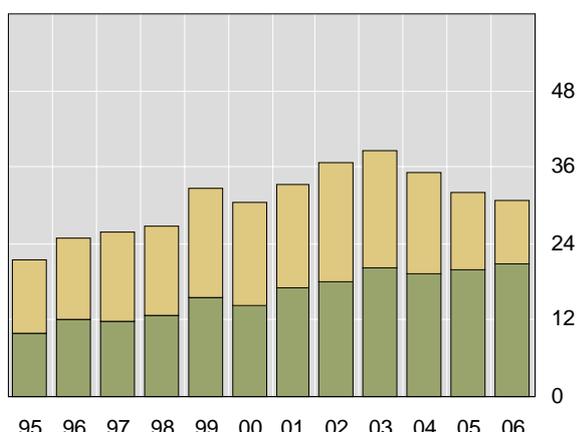
Gráfico C3

Títulos de deuda en porcentaje del PIB

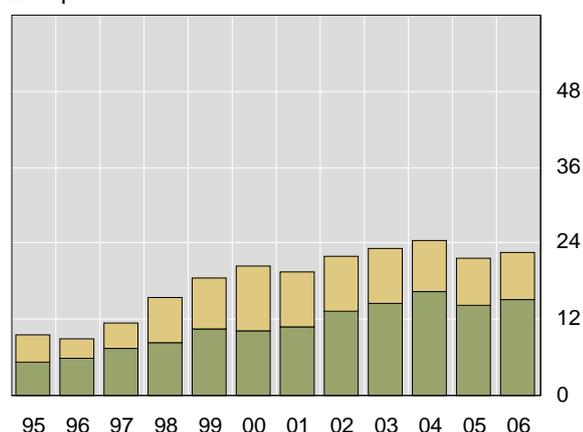
Asia¹



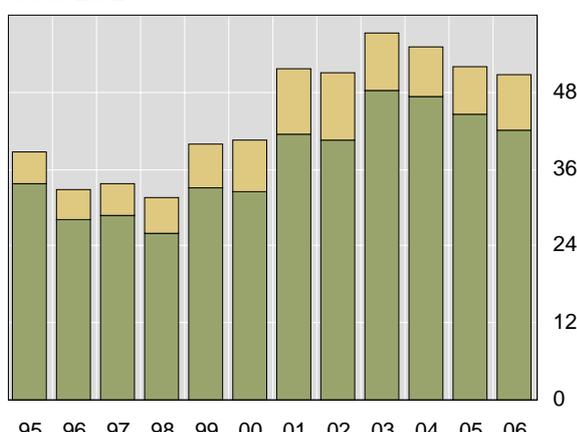
América Latina²



Europa Central³



Otras EME⁴



¹ China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Tailandia y Taiwan (China). ² Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ³ Hungría, Polonia, República Checa y Rusia. ⁴ Sudáfrica y Turquía.

Fuentes: datos nacionales; BPI.

Coefficientes de deuda y su sostenibilidad

El sustancial incremento del volumen en circulación de deuda en moneda local elevó considerablemente el cociente del total de bonos en circulación (internacionales más domésticos) entre el PIB desde mediados de los años 90 hasta 2003 o 2004 en las principales regiones (véase el Gráfico C3)²⁵. En el capítulo siguiente se analizan en mayor profundidad las implicaciones de este incremento de la deuda bruta, en especial para la estabilidad financiera. No obstante, esta tendencia al alza cambió de rumbo en 2003 y 2004, según menguaba el volumen total de bonos en circulación en proporción del PIB. El descenso en América Latina fue especialmente significativo.

²⁵ Este dato se refiere a la deuda bruta. En cambio, los coeficientes de deuda neta se han reducido sustancialmente debido al crecimiento de los activos de reserva (véase la página 34).

Cuadro C6
Determinantes de los cambios en la deuda¹
 En porcentaje del PIB

	Brasil	Colombia	Indonesia	Rusia	Turquía
Año de la crisis	2002	2003	2001	1999	2001
Deuda neta					
debido a:					
Saldo primario	-5,7	-5,8	-23,9	-81,5	-33,9
Cambio a deuda en moneda local	-13,7	-7,3	-8,5	-34,4	-23,1
Variación del tipo de cambio	6,4	2,6	-2,3	-23,7	6,4
(r-g) ²	-2,5	-2,7	-10,1	11,3	-0,9
	4,1	1,6	-3,0	-34,7	-16,3

¹ Los cambios se calculan desde el año de la crisis hasta 2005. ² Tasa de interés media menos tasa de crecimiento del PIB.

Fuente: Acevedo et al (2006).

Acevedo et al (2006) estudian las implicaciones de estos cambios a través de un análisis de la sostenibilidad de la deuda en cinco EME (Brasil, Colombia, Indonesia, Rusia y Turquía). El Cuadro C6 resume los determinantes de la evolución de los coeficientes de endeudamiento para una muestra de economías emergentes en los años que siguieron al clímax de sus respectivas crisis. Pueden destacarse dos aspectos. En primer lugar, la aparición de superávits fiscales primarios influyó sobremanera en la reducción observada en el coeficiente deuda/PIB. En segundo lugar, el giro hacia la deuda en moneda local en Brasil y Turquía limitó automáticamente el descenso de este coeficiente, debido a la apreciación de sus monedas en los últimos años²⁶.

²⁶ No obstante, esta apreciación también se debió a la mejora de las políticas nacionales, como las estrategias más prudentes de gestión de la deuda que reducían el recurso a la deuda en moneda extranjera.

D. Análisis de la exposición a distintos riesgos

El desarrollo de instrumentos en moneda local y los cambios en la estructura del financiamiento de la deuda han tenido un gran impacto en la exposición al riesgo tanto de los prestatarios como de los prestamistas. En este capítulo se analizan algunos de los agregados habitualmente utilizados para medir la exposición a los riesgos de divisas y de tasas de interés y se intenta cuantificar cómo el incremento de la deuda en moneda local ha modificado dicha exposición en años recientes. También se comentan algunas brechas estadísticas que dificultan el monitoreo de la exposición a diversos riesgos. En la última sección del capítulo se presentan pruebas de estrés sobre el coeficiente de deuda pública/PIB, para cuantificar cómo los cambios en la composición de la deuda han modificado la vulnerabilidad de las economías ante perturbaciones.

Exposición al riesgo cambiario

Exposición directa a divisas

Para medir la exposición directa a divisas suelen utilizarse dos dimensiones: el riesgo de liquidez, es decir la facilidad o dificultad con la que se obtienen divisas²⁷, y el riesgo de balance, que es la sensibilidad del patrimonio o ingresos netos de un prestatario a las oscilaciones del tipo de cambio. En la práctica, es difícil distinguir entre estos dos efectos, precisamente porque la liquidez suele evaporarse para prestatarios con balances débiles. No obstante, muchas de las crisis ocurridas en las EME en los años 80 y 90 se vieron agravadas por la evaporación virtual de la liquidez en divisas.

El riesgo de liquidez puede cuantificarse de diversas formas²⁸. Un indicador de la exposición a divisas a corto plazo muy utilizado tras las crisis asiáticas es el cociente entre las reservas de divisas utilizables y la deuda externa a corto plazo (vencimiento inferior a un año) más los pagos externos corrientes durante dicho año (el llamado Guidotti-Greenspan Ratio). Por regla general, dicho cociente debería ser superior a 1, es decir, el país en cuestión debería poder cubrir todos sus pagos externos durante un año sin necesidad de volver a endeudarse²⁹. Desde finales de los años 90, las EME han mantenido mayores reservas de divisas, han dejado atrás sus déficits en cuenta corriente y han reducido su utilización de deuda externa a corto plazo, lo que ha llevado su coeficiente hasta una zona de seguridad (véase el Panel A del Gráfico D1). Brasil y México, que registraban coeficientes inferiores a 1, han superado ahora este umbral, pero no así Hungría y Turquía. Otro indicador muy utilizado es el cociente entre deuda externa y bancaria y M2 (véase el panel B del mismo gráfico). El mayor endeudamiento en moneda local también ha contribuido a reducir sustancialmente dicho indicador.

Algo similar se desprende del análisis del riesgo de balance financiero en los distintos países. El grado de vulnerabilidad de un país en su conjunto frente a una crisis provocada por un descale de moneda depende en parte de su posición neta en divisas frente a no residentes. Cuando su deuda en moneda extranjera frente a extranjeros supera sus activos

²⁷ Lo que a menudo se conoce como el riesgo de un paro brusco de la actividad («*sudden stop*»).

²⁸ Goldstein y Wong (2005) analizan una amplia gama de ellas, con estimaciones de las medidas más utilizadas.

²⁹ Greenspan (1999a) propuso esta regla en 1999, citando a Guidotti (1999). Con anterioridad, Reddy (1997) combinó dos reglas generales, expresando las reservas de la India en términos de «los meses de los pagos de importaciones y del servicio de la deuda considerados conjuntamente», aunque también mencionó la necesidad de completar estas estadísticas con otros indicadores.

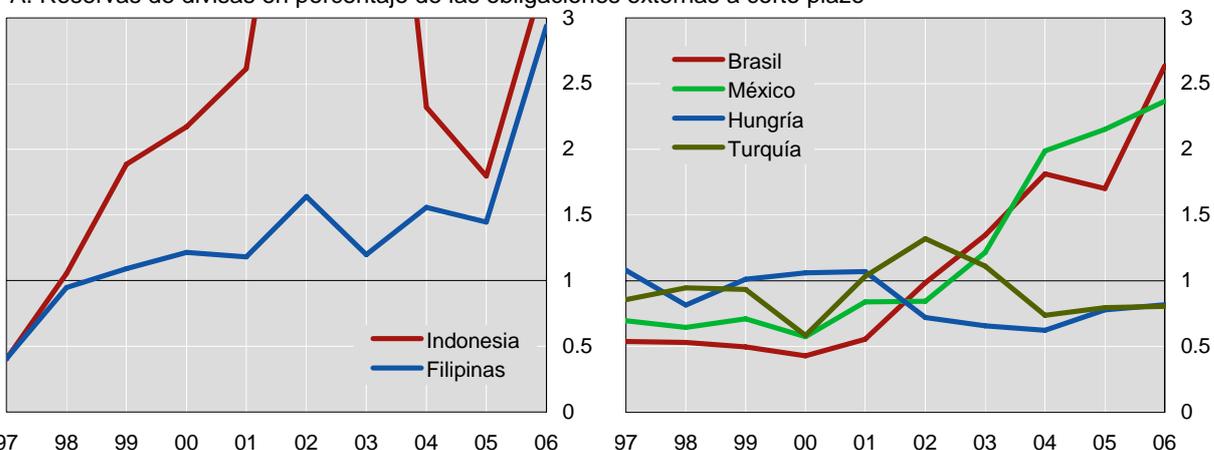
en divisas, una depreciación cambiaría tendría un efecto negativo en la riqueza del país, que si llegara a alcanzar un tenor considerable, podría incluso socavar la estabilidad financiera.

En los últimos años un cambio importante ha sido que, en muchas economías de mercado emergentes, se han reducido considerablemente, o incluso revertido, las posiciones deudoras en moneda extranjera. Los países recogidos en el Cuadro D1 pasaron de registrar en 1997 una posición agregada deudora neta en moneda extranjera por valor de casi 200.000 millones de dólares a gozar de una posición acreedora neta en 2006 (2 billones de dólares). Aunque gran parte de este cambio se debe a la acumulación de activos en divisas en China, numerosos países que en el pasado atravesaron por crisis han visto ahora mejorar sustancialmente su posición neta en divisas. De lo anterior se desprende que la exposición al riesgo por la depreciación de la moneda se ha reducido en gran medida en todas partes.

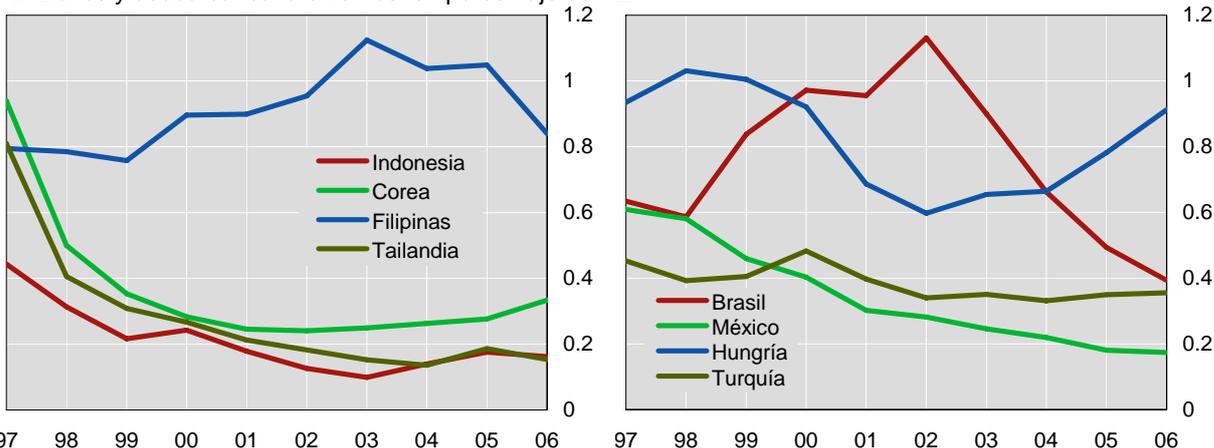
Gráfico D1

Dos indicadores de liquidez en divisas

A. Reservas de divisas en porcentaje de las obligaciones externas a corto plazo¹



B. Bonos y deuda bancaria externos² en porcentaje de M2



¹ Las obligaciones externas a corto plazo se definen como la suma de la deuda externa a corto plazo y el déficit por cuenta corriente; la deuda externa a corto plazo se define como el pasivo a corto plazo frente a bancos declarantes al BPI, es decir, los activos transfronterizos consolidados de todos los bancos declarantes al BPI en países no declarantes con vencimientos de hasta un año, más los títulos de deuda internacionales en circulación con dicho vencimiento, basado en las posiciones pendientes a finales de año. ² Títulos de deuda internacionales en circulación y pasivos transfronterizos bancarios frente a bancos declarantes al BPI.

Fuentes: FMI; datos nacionales; BPI.

Sin embargo, la posición neta en divisas de un país frente a no residentes no basta para calcular su exposición al riesgo cambiario, ya que también pueden existir riesgos dentro del propio país, por ejemplo cuando los hogares mantienen deuda gubernamental o depósitos bancarios locales en moneda extranjera o cuando los bancos del país prestan fondos en dólares.

La moneda de denominación de los contratos de deuda entre residentes es relevante, ya que una oscilación pronunciada en el tipo de cambio afectaría el patrimonio neto de determinados sectores o individuos y podría alterar dichos contratos. A su vez, esto puede tener repercusiones para la economía real, pues mientras que las deudas en moneda extranjera entre residentes pueden «cancelarse» en situaciones normales (el pasivo de una parte representa un activo para la otra), puede que no ocurra así en momentos de crisis en los que se incumplen los contratos. Los déficits y la deuda del Gobierno podrían dispararse, llevando a la quiebra a bancos, empresas y hogares por igual. La importancia de los descalces sectoriales se ha puesto de relieve en numerosas crisis³⁰. Ante la falta de datos transfronterizos de fuentes internacionales sobre la composición por monedas de la deuda local (por ejemplo, bonos y préstamos bancarios), la encuesta del Grupo de Trabajo trató de recabar dichos datos.

Cuadro D1
Activos netos en divisas¹

	1997	2000	2004	2005	2006
Total EME	-192	162	1.032	1.466	2.057
América Latina ²	-269	-256	-207	-112	-77
Asia, mayores economías ³	183	442	1.133	1.414	1.807
Asia, otros ⁴	-91	-3	54	65	121
Europa central ⁵	12	27	28	11	11
Rusia	-15	-20	44	86	182
Israel	14	16	21	28	33
Turquía	-15	-39	-58	-49	-45
Sudáfrica	-11	-6	18	23	28

¹ En miles de millones de dólares de EEUU. Las posiciones netas en divisas se definen como los activos exteriores netos de las autoridades monetarias y los bancos creadores de dinero (encuesta monetaria del FMI) más los activos transfronterizos en moneda extranjera de entidades no bancarias frente a bancos declarantes al BPI menos los pasivos transfronterizos en moneda extranjera de entidades no bancarias frente a bancos declarantes del BPI menos los títulos de deuda extranjera en circulación; posiciones en circulación a finales de año. ² Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ³ China, Corea, India y Taiwan (China). ⁴ Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. ⁵ Hungría, Polonia y República Checa.

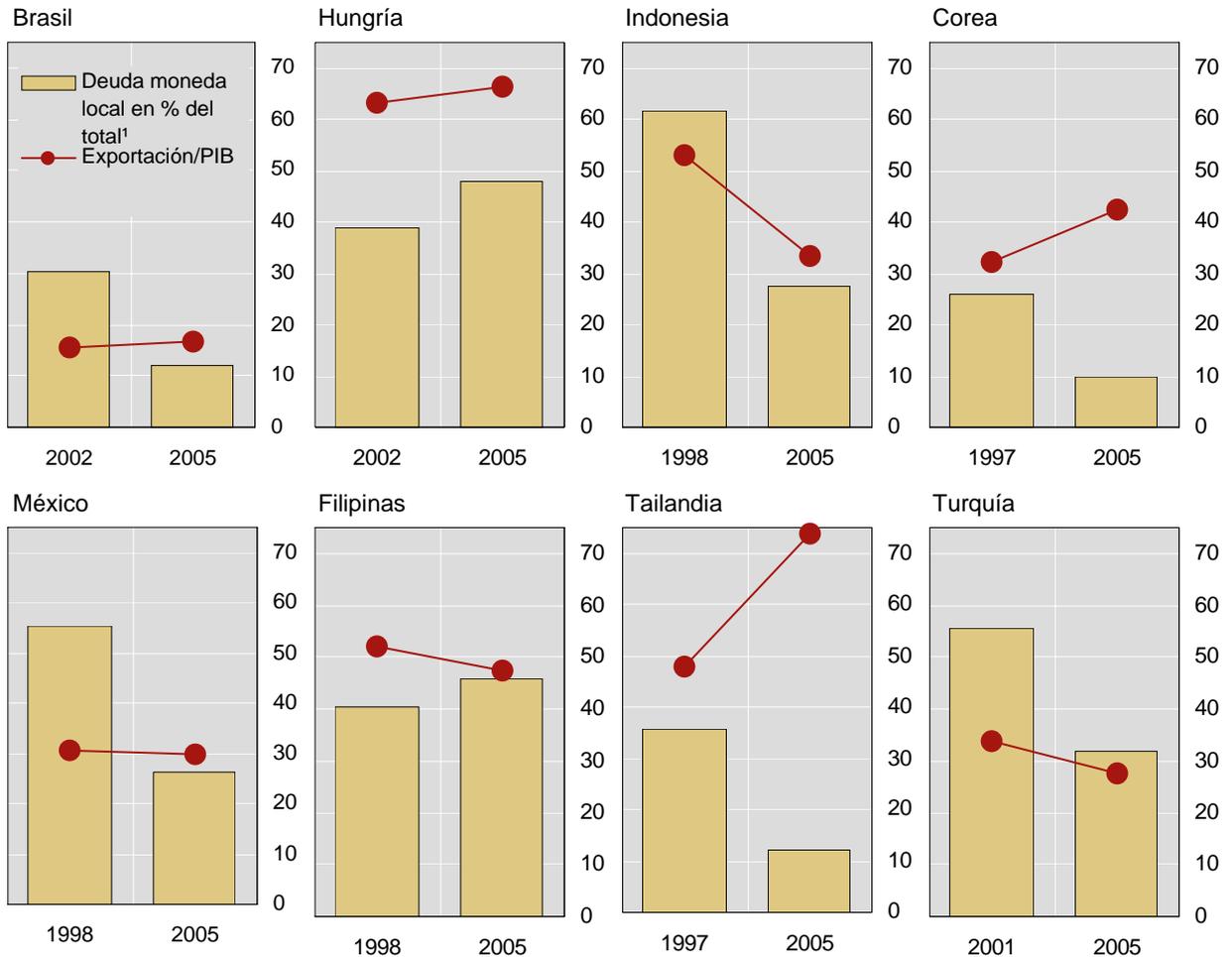
Fuentes: FMI; datos nacionales; BPI.

³⁰ Véase en concreto Levy-Yeyati (2006). El análisis de Allen et al (2002) sobre las posiciones sectoriales acreedoras y deudoras en Tailandia justo antes de la crisis de 1997 muestra que, de los 207.000 millones de dólares en activos del sistema bancario comercial frente al sistema no bancario doméstico, 32.000 millones estaban denominados en divisas.

Gráfico D2

Proporción de deuda en moneda extranjera en el total de deuda y razón exportaciones/PIB

En porcentaje



¹ Estas estimaciones abarcan contratos de deuda entre residentes, así como deuda frente a no residentes. El primer año corresponde a aquél del periodo 1995–2005 en que la proporción de deuda en moneda extranjera alcanzó su máximo.

Fuentes: FMI; datos nacionales; BPI.

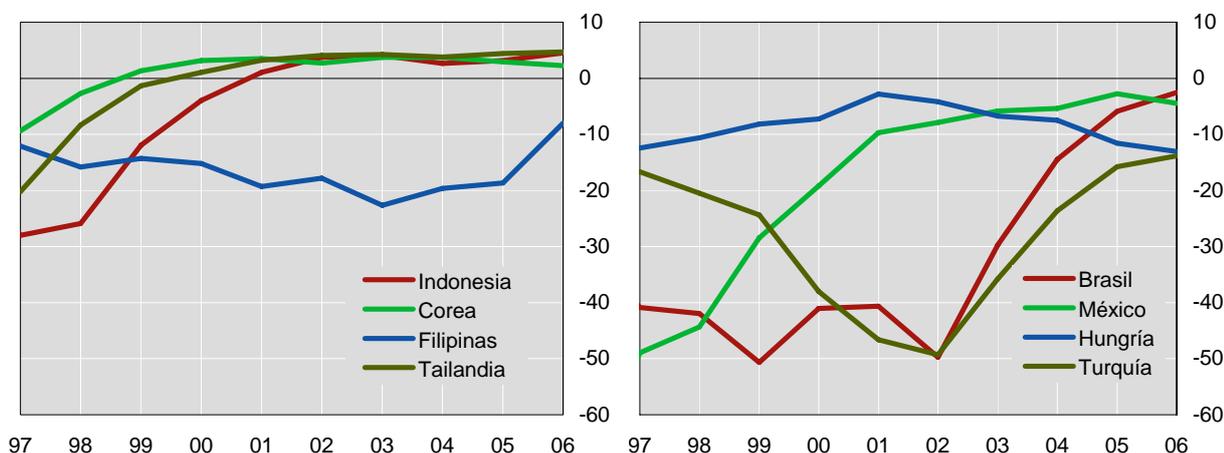
Con el fin de calcular de forma más completa la proporción en divisas en el total de deuda³¹, se combinaron los datos de las Estadísticas Financieras Internacionales del BPI (sobre la moneda de denominación de los préstamos bancarios internacionales y de los bonos internacionales más los domésticos) con aquellos recopilados por el Grupo de Trabajo en su encuesta sobre la moneda de denominación de la deuda pública y los préstamos bancarios locales. Estas estimaciones se presentan en los cuadros 8 y 12 del Apéndice 1. El Gráfico D2 muestra cómo ha variado dicha proporción en muchas de las mayores

³¹ La falta de datos comparables hace que este indicador no incluya la moneda de denominación de la deuda corporativa emitida en mercados locales. Además, tampoco tiene en cuenta ninguna medida «fuera de balance».

economías de mercado emergentes que han sufrido crisis (o al menos presiones graves sobre su tipo de cambio) en la última década³². En la mayoría de los casos, esta proporción se ha reducido sustancialmente, a excepción de Hungría y Filipinas, países en los cuales la mayoría de los préstamos bancarios están denominados en divisas.

Gráfico D3

Descalces de moneda efectivos agregados (AECM)¹



¹ El AECM es el producto de la posición acreedora neta en divisas del país (en porcentaje del PIB) y el coeficiente simple de descalce (proporción de deuda en moneda extranjera en el total de deuda en relación a la razón exportaciones/PIB). Por tanto, un país con una posición deudora neta en divisas tendrá un AECM negativo; cuanto mayor sea esta magnitud absoluta, mayor será el descalce de moneda efectivo.

Fuentes: Goldstein y Turner (2004, actualizado); FMI; datos nacionales; BPI.

Evidentemente, no existe una proporción de deuda en moneda extranjera que sea «ideal». Sin embargo, una referencia agregada y simple para cualquier país es la participación de los bienes y servicios comerciables en el PIB. Así, el endeudamiento en moneda extranjera es más sostenible cuando se dedica a financiar bienes y servicios comerciables (que pueden generar ingresos en dicha moneda) en vez de no comerciables. Por tanto, una medida simple del descalce de moneda es la relación entre la proporción de deuda agregada en divisas en el total de deuda y la proporción de exportaciones en el PIB (como aproximación al porcentaje de bienes y servicios comerciables). Cuanto mayor sea este indicador, mayor será la deuda en divisas del país con respecto a sus ganancias en moneda extranjera. Un coeficiente por encima de 1 (es decir, proporción de deuda en divisas mayor que la proporción de ingresos en divisas) indica un descalce de moneda agregado en el país.

Estos porcentajes se compilan en el Gráfico D2, donde se observa que la proporción en Brasil, Indonesia, México y Turquía era mucho mayor de lo que sugerían sus cocientes de exportación con respecto al PIB a finales de los años 90, aunque la situación se ha corregido desde entonces. Aunque el descalce calculado para Corea y Tailandia nunca fue

³² Argentina no aparece en este gráfico debido a los truncamientos de datos y dificultades de valoración derivados de su suspensión de pagos. En el periodo 1997–2000, casi el 50% de su deuda total estaba denominada en dólares, si bien las exportaciones apenas representaban el 10–11% del PIB. Así pues, este país presentaba un descalce descomunal de este indicador. Véase el análisis de Redrado et al (2006).

superior a 1, en realidad era mucho mayor si se tienen en cuenta las obligaciones futuras en divisas a cubrir con reservas oficiales³³.

Combinando este coeficiente de descalce con una estimación de la posición neta en divisas de un país se obtiene una estimación de su descalce de moneda efectivo agregado (AECM), del que se ofrece un ejemplo numérico en el Recuadro D1³⁴. Esta estimación del descalce efectivo puede considerarse como una prueba de tensión sobre la economía, al ser un indicador simple y sintetizado del riesgo cambiario para la economía en su conjunto³⁵. El Gráfico D3 recoge la evolución de estos índices en algunos países en la última década. En la mayoría de ellos, se ha reducido la magnitud de los descalces efectivos agregados hasta situarse en niveles bajos o incluso hasta desaparecer por completo.

Recuadro D1		
Descalce de moneda efectivo agregado en Brasil		
<p>En 2002, los pasivos netos en divisas de Brasil representaban el 25% de su PIB (véase la línea 4 más abajo). Al mismo tiempo, su proporción de deuda en moneda extranjera era 1,95 veces superior a sus exportaciones en porcentaje del PIB (línea 3), debido en gran parte a la denominación efectiva en dólares de una proporción significativa de la deuda doméstica del Gobierno. Así pues, el descalce efectivo agregado (AECM) de Brasil era sustancial.</p> <p>Esta situación se corrigió en 2005, cuando el coeficiente de descalce «puro» se redujo hasta 0,71, dado que la acumulación de reservas mejoró notablemente la posición de los activos netos en divisas del país frente a los no residentes.</p> <p>Por tanto, el AECM, definido de forma algo arbitraria como el producto de estas dos dimensiones, se redujo considerablemente.</p>		
	2002	2005
1. Proporción de deuda en divisas en el total de deuda	30,3	12,0
2. Exportaciones/PIB	15,5	16,8
3. Descalce «puro» (1 ÷ 2)	1,95	0,71
4. Activos netos en divisas frente a no residentes (en % del PIB)	-25,2	-8,3
5. Descalce de moneda efectivo agregado (4 x 3)	-49,2	-5,9

³³ En Tailandia, el banco central mantenía importantes posiciones en divisas en los mercados a plazo y en el caso de Corea, las filiales en el extranjero de las empresas coreanas mantenían pasivos considerables en moneda extranjera.

³⁴ Esta estimación corresponde al producto del coeficiente de descalce básico y los pasivos netos en divisas en porcentaje del PIB. Para saber más sobre las aplicaciones de esta metodología, véase Goldstein y Turner (2004) y Turnbull (2006).

³⁵ En las economías dolarizadas, el coeficiente de descalce puro (básicamente la proporción de deuda en moneda extranjera en el total de deuda como porcentaje de las exportaciones) es muy alto, pero el riesgo que éste supone para el país depende de su posición neta en divisas. Perú, por ejemplo, presenta una economía muy dolarizada, pero sus activos en divisas frente a no residentes superan a sus pasivos, lo que reduce considerablemente su exposición al riesgo cambiario. En el Anexo 2 se analizan brevemente algunas políticas recientes de desdolarización, destacándose que el desarrollo de mercados de bonos en moneda local ayuda a desdolarizar el préstamo bancario.

Cuadro D2

Principales coeficientes de los balances empresariales: el caso de Cemex¹

Datos del balance financiero, muestra completa, utilizando todas las empresas de la muestra

		1999	1999	2004	2005
		Total	Cemex		
Endeudamiento en dólares					
% de empresas con deuda en dólares	Media	89,5			
	<i>nº de obs</i>	143			
Coef. de dolarización deuda (%) ²	Media	42,2	92,1	73,2	56,9
Coef. de dolarización corto (%) ²	Media	34,1	30,6	19,8	16,1
Coef. de dolarización largo (%) ²	Media	51,1	61,5	53,3	40,8
Coef. de dolarización activos (%) ³	Media	13,0	64,0	73,1	86,5
Vencimiento de la deuda⁴					
Vencimiento de la deuda total (%)	Media	36,0	61,5	53,3	50,5
Vencimiento de la deuda en dólares (%) ⁵	Media	44,9	67,8	76,1	79,6
Apalancamiento⁶					
Coeficiente de apalancamiento (%)	Media	52,5	45,8	52,7	61,3
	Mediana	44,6			
	<i>nº de obs</i>	150			
Exportaciones					
En % de activos totales	Media	11,9	0,7		
En % de ventas totales	Media	16,4	1,7		
Ventas en el extranjero					
En % de activos totales	Media	–	22,5	30,2	46,4
En % de ventas totales	Media	–	55,3	64,3	81,1
FMI solvencia del descalce de moneda ⁷			1,8	1,3	0,8

¹ Cemex es una empresa mexicana que fabrica vidrios y productos para la construcción y que figura en la lista Fortune Global 5000. ² Deuda vinculada al dólar en porcentaje del total del pasivo. ³ Activos vinculados al dólar en porcentaje del total del activo. ⁴ Pasivos a largo plazo/pasivos totales. ⁵ Vencimiento de la deuda denominada en dólares = pasivos a largo plazo denominados en dólares/pasivos totales denominados en dólares. ⁶ Pasivos totales/activos totales. ⁷ Deuda denominada en moneda extranjera/activos generadores de moneda fuerte.

Fuentes: Kamil (2004); cálculos del Banco de México.

Es importante monitorear el tamaño de las posiciones en divisas ya que condicionan las implicaciones que podría tener para la estabilidad financiera la elección de moneda local o extranjera a la hora de lanzar nuevas emisiones de deuda. Cuando las posiciones en divisas ya son elevadas (como ocurría en los años 90 en tantas EME), la emisión en moneda extranjera agrava los riesgos para la estabilidad financiera que conllevan dichas posiciones, tanto de forma directa como indirecta al fomentar la denominación de otra deuda en divisas.

En cambio, cuando estas posiciones son reducidas (como es el caso ahora en muchos países), la repercusión de esta decisión para la estabilidad financiera es más limitada³⁶.

Medidas microeconómicas

Este análisis a nivel agregado debe completarse con estimaciones de los descálces de moneda para cada empresa³⁷. Sin embargo, los datos sobre la composición de monedas y el vencimiento de la deuda suelen estar disponibles sólo para el sector público, bancos y endeudamiento empresarial en moneda extranjera, y se dispone de menos información sobre el endeudamiento local del sector corporativo no financiero en las EME.

También reviste importancia la posición en divisas de las empresas individuales. Bleakey y Cowan (2005) examinan 400 entidades no financieras en cinco países latinoamericanos y descubren que aquellas que producen bienes y servicios comerciables presentan un mayor porcentaje de deuda en moneda extranjera, lo que constituye una forma natural de cobertura. El informe de Martínez y Werner (2002), basado en una amplia muestra de empresas cotizadas en la bolsa de México, revela que mientras que el tamaño era el principal determinante de la deuda en dólares cuando el tipo de cambio era fijo, durante el periodo de tipo de cambio variable fueron las exportaciones las que pasaron a ser la variable explicativa; así pues, la composición de la deuda en divisas giró hacia aquellos prestatarios más capacitados para hacer frente al servicio de esta deuda. Cowan et al (2005) llegan a conclusiones similares, al hallar que la exposición neta a divisas disminuyó tras la flotación del tipo de cambio en 1999. Los autores argumentan que «las tasas de cambio variables aumentan el riesgo de la deuda en dólares, inclinando la balanza a favor de la deuda en pesos».

También hallan indicios de la importancia de los derivados para aislar la inversión de las empresas de las perturbaciones de los tipos de cambio en Chile. En concreto, las empresas ubicadas en este país reducen activamente sus riesgos asociados a divisas equiparando la composición por monedas de su deuda a la de sus ingresos y activos, así como adquiriendo derivados cuando no existe ninguna cobertura «real». De ser así, el desarrollo de los mercados de derivados, al que pueden contribuir los mercados de bonos, ayuda a las entidades no financieras en la administración de sus riesgos cambiarios y de tasas de interés. Es importante utilizar indicadores que reflejen la verdadera exposición de las empresas al riesgo cambiario. Por ejemplo, en el caso de una multinacional, es necesario examinar las ventas por parte de sus filiales en el extranjero, y no sólo su relación entre exportaciones y ventas. Como indica el Cuadro D2, estos coeficientes pueden variar marcadamente.

En el taller de trabajo celebrado en México se señaló unánimemente la gran utilidad de cuantificar los descálces de moneda. El monitoreo periódico resulta esencial ya que no hay garantía de que vaya a mantenerse el progreso de los últimos años si empeora la coyuntura internacional o cambian la situación política. El análisis de las posiciones de cada empresa debe complementar la utilización de indicadores agregados³⁸. Aunque la composición de la deuda por monedas en términos agregados debe reflejar la participación de las

³⁶ El indicador que se analiza en esta sección mide la vulnerabilidad a la **depreciación** de la moneda. Puede realizarse un análisis similar para exposiciones al riesgo de apreciación.

³⁷ Véase en Rosenberg et al (2005) y Goldstein y Turner (2004) una explicación sobre cómo analizar los descálces a nivel sectorial.

³⁸ Esto sería posible si las empresas siguieran las recomendaciones del Foro sobre la Estabilidad Financiera (FSF) en cuanto a «divulgar, en sus informes y cuentas auditadas, la composición de sus pasivos y activos financieros, incluyendo su vencimiento y su moneda de denominación» (FSF (2000)).

exportaciones en el PIB, no es posible definir con precisión una composición óptima, sobre todo porque los tipos de cambio suelen estar influidos por presiones transitorias.

Partidas fuera de balance

A medida que se vayan desarrollando los mercados de derivados, será más importante complementar las medidas de posiciones en balance con medidas de posiciones fuera de balance. Australia representa un buen ejemplo de hasta qué punto las operaciones con derivados pueden alterar la posición agregada en divisas de un país (véase el Cuadro D3). A finales de marzo de 2005, la posición deudora neta en moneda extranjera de este país ascendía a 252.000 millones de dólares australianos (alrededor del 29% del PIB). Esto implicaba que una depreciación de dicha moneda podría deteriorar de forma significativa la posición agregada del balance de los residentes en el país (asumiendo que los precios de los activos no cambian). El sector bancario representaba alrededor de tres cuartas partes de esta posición, ya que los bancos australianos buscaron financiarse en otros países para reducir su costo de fondeo y diversificar su base de financiamiento (más de la cuarta parte de sus pasivos proceden de esta fuente). Gran parte de la emisión por parte de los bancos estaba denominada en dólares estadounidenses o en euros.

Cuadro D3
La posición en divisas de Australia, 2001 y 2005

En miles de millones de dólares australianos

Indicador	30 junio 2001	31 marzo 2005
Posición deudora neta basada en deuda en circulación	-165	-252
Posición con derivados para cubrir deuda	126	199
Posición deudora neta (después de derivados)	-39	-53
Posición neta del capital basada en tenencias	229	344
Posiciones con derivados para cubrir posiciones de capital	-28	-72
Posición neta del capital (después de derivados)	201	272
Posiciones netas procedentes del comercio	...	4
Posiciones residuales con derivados	-13	-5
Posición en divisas (después de derivados)	149	218
<i>En porcentaje del PIB</i>	22	26

Nota: un valor negativo indica una posición corta en divisas.

Fuente: Australian Bureau of Statistics Catalogue no 5308.0.

No obstante, la posición económica de los bancos australianos, y de Australia en general, era bastante diferente. Los bancos utilizaban (y siguen haciéndolo) una amplia gama de instrumentos derivados, como contratos a plazo sobre divisas, swaps de tasas de interés entre divisas y opciones sobre monedas, para cubrir inmediatamente después dichas posiciones convirtiéndolas de nuevo a dólares australianos. Si se tienen en cuenta estos derivados, la posición deudora neta en divisas era mucho menor, en torno a los 53.000 millones de AUD (o el 6% del PIB). De hecho, cuando se incluyen los activos netos en renta variable (en su mayoría denominados en divisas), Australia tenía una posición acreedora neta en divisas de 218.000 millones de AUD (el 26% del PIB). Así pues, una depreciación

del dólar australiano, considerando constantes los precios de los activos, provocaría una mejora de la posición en balance agregada de los residentes en el país.

Este caso muestra que, al estimar la estabilidad financiera a partir de la evaluación de los descargos de moneda y de tasa de interés, es importante considerar el impacto que pueden tener las operaciones con derivados para la transferencia del riesgo económico. Conforme se desarrollan las curvas de rendimientos en moneda local y van sirviendo de base para una amplia gama de instrumentos de transferencia del riesgo financiero, pierde fiabilidad la información basada únicamente en las posiciones deudoras corrientes (o en emisiones), pudiendo llegar a ser incluso engañosa. Así pues, es necesario mejorar la divulgación de las posiciones fuera de balance.

Exposición al riesgo de tasas de interés

En el Capítulo A se señaló que, al reemplazar la deuda en moneda extranjera por deuda doméstica a corto plazo denominada en moneda local, puede haber aumentado la exposición al riesgo de tasas de interés. En esta sección se analizarán las evidencias de este hecho. Al igual que ocurre con la exposición a divisas, en este caso también existe un componente de riesgo de liquidez y otro de riesgo de balance (la sensibilidad del patrimonio o ingresos netos de un prestatario a las oscilaciones de la tasa de interés a corto plazo).

Dado que el riesgo de liquidez, especialmente para prestatarios soberanos, es menos común para la deuda en moneda local, la mayoría de las medidas de exposición al riesgo de tasas de interés se centran en el segundo componente. La sensibilidad del patrimonio neto (o ingresos netos) de un prestatario a las oscilaciones de la tasa de interés a corto plazo depende de: (a) el vencimiento medio de su deuda; (b) el grado en que el cupón de la deuda de largo plazo esté vinculado a la tasa de interés a corto plazo; y (c) la estructura del activo (y del pasivo) de su balance financiero.

En los párrafos siguientes se expone lo que se conoce hasta ahora de estos factores, señalando también que en algunos casos la falta de datos adecuados impide una evaluación precisa³⁹.

(a) Vencimiento

La principal fuente de información pública sobre el vencimiento de los bonos domésticos son los datos sobre títulos de deuda domésticos en circulación publicados en el *Informe Trimestral del BPI*. Sin embargo, a diferencia de los datos del BPI sobre bonos internacionales, estos otros no contienen información exhaustiva sobre vencimientos, y solamente se desglosan entre títulos a corto plazo (instrumentos del mercado monetario, normalmente con vencimiento inferior a un año) y a largo plazo (vencimiento superior a un año).

Esta brecha en los datos ha llevado a utilizar como aproximación al vencimiento de la deuda la proporción de deuda a corto plazo en relación al total. En los últimos años, este coeficiente ha crecido de manera apreciable en China y algunos países de América Latina, lo que suele considerarse como una prueba más de que la deuda doméstica de hecho es

³⁹ Un reporte del FSF sobre flujos de capitales publicado en el año 2000 señala la necesidad de contar con mejores datos sobre deuda doméstica. En él se afirma que existen «importantes brechas en [los datos sobre títulos de deuda domésticos]. En principio, se precisa información sobre la estructura de vencimientos (calendario de amortización), la naturaleza de los pagos por intereses (ya sean fijos, variables o indexados al nivel de precios) y el tipo de moneda (denominación en divisas o indexación). La importancia de estos datos puede ser incluso mayor en el caso de la deuda del sector público» (párrafo 159 de FSF (2000)).

ahora más a corto plazo. Este incremento ha sido especialmente significativo en China, donde los títulos de deuda a corto plazo representan ahora el 40% del total. Este importante cambio se analizará en el apartado (c) más adelante.

Con el fin de suplir esta brecha de datos, el Grupo de Trabajo pidió a los bancos centrales información sobre el vencimiento de la deuda del Gobierno central, que a menudo no podía obtenerse ni siquiera a través de las estadísticas nacionales publicadas. El Cuadro D4 presenta estimaciones de los vencimientos medios tanto originales como residuales de estos bonos. De él se desprende que el vencimiento medio residual de los bonos locales es menor en los mercados emergentes que en los países industriales. Los vencimientos también son mucho menores que los de los bonos internacionales⁴⁰.

No obstante, en el caso de los países del cuadro, hay claros indicios de que los vencimientos residuales de los bonos domésticos se han ido alargando (desde 3,2 años en 2000 hasta 4,5 años en 2005.) Por ende, la exposición a las tasas de interés de la mayoría de los prestatarios ha ido reduciéndose gradualmente.

La deuda que sigue prevaleciendo en *América Latina* es la de vencimientos cortos y a tasa flotante, si bien es cierto que Brasil ha alargado su curva de rendimientos. En 2002, Chile creó varios bonos de referencia para la curva de rendimientos tanto nominales como reales (en este último caso a 5, 10 y 20 años). A medida que los instrumentos de deuda se han ido estandarizando y que el banco central se ha comprometido con los bonos de referencia, ha ido mejorando la liquidez. En México también se ha producido un gran alargamiento de los vencimientos, con la emisión a finales de octubre de 2006 de un bono a 30 años en una única subasta por un valor aproximado de 2.000 millones de MXN. Este bono es el título soberano en moneda local de mayor vencimiento en México, tras la emisión del bono a 20 años en 2003 y a 10 años en 2001. Se espera que este nuevo título amplíe el acceso de las empresas mexicanas al crédito a largo plazo, al servir de referencia para los emisores corporativos en el tramo largo de la curva. A excepción de China, las *mayores economías asiáticas* también han ido alargando sus vencimientos residuales medios (desde 2,6 años en 1995 hasta 2,7 años en 2000 y 6,1 años en 2005). La curva de rendimientos es más bien corta para muchos países de *Europa central*, donde las tasas de interés a corto plazo suelen ser bajas, lo que complica la correcta valoración en toda la curva. Las perspectivas de adopción del euro en los próximos cinco a seis años han reducido los incentivos para desarrollar el tramo largo del mercado de deuda en moneda local, si bien tres grandes economías han emitido bonos con un vencimiento de 10 años o más.

⁴⁰ Los vencimientos residuales medios de los bonos internacionales emitidos por entidades de EME de hecho han crecido en los últimos años. Medidos en años, estos vencimientos son: 1995–99 (8,1); 2000–04 (7,8); 2005 (12,1); y 2006 (11,1). Fuente: BPI.

Cuadro D4

Vencimiento de la deuda doméstica del Gobierno central en circulación¹Vencimiento medio original² y residual en años

	1995		2000		2005	
	Original	Residual	Original	Residual	Original	Residual
América Latina	3,1	0,7	5,1	2,4	6,8	3,9
Argentina	...	...	...	...	...	12,0
Brasil	...	0,7	...	2,7	...	2,3
Chile	...	...0	...	...	...	...
Colombia	3,1	(2,0)	5,1	3,6	6,8	3,8
México	...	0,8	...	1,4	...	3,4
Perú	...	(7,6)	...	(6,4)	...	...
Venezuela	...	2,9	...	2,5	...	10,1
Asia, mayores economías	7,2	2,6	9,6	2,7	9,8	6,1
China	...	...	...	...	...	...
Corea	...	...	4,0	2,4	6,1	4,1
India	...	...	13,0	(7,1)	14,0	10,0
Taiwan, China	7,2	2,6	10,6	3,2	10,8	3,4
Asia, otros	...	...	13,0	5,0	10,7	5,0
Filipinas	...	(17,3)	...	(14,7)	...	...
Indonesia	...	...	10,0	6,0	10,0	7,0
Malasia	...	(5,2)	13,0	5,0	12,0	5,0
Tailandia	...	...	...	...	9,0	...
Europa central	1,7	1,2	4,2	2,6	6,2	3,6
Hungría	...	(1,0)	...	(2,3)	...	...
Polonia	1,7	1,2	4,2	2,6	6,2	3,6
República Checa	...	(1,4)	...	(1,7)	...	...
Rusia	...	...	4,0	1,7	11,1	8,6
Otros	8,5	6,5	2,1	4,5	4,4	3,2
Israel	8,5	(5,2)	8,5	(3,6)	9,7	...
Turquía	...	...	1,5	1,1	4,3	2,1
Arabia Saudita	...	6,5	...	6,0	...	5,0
Sudáfrica	...	...	...	...	...	...
Total mercados emergentes	5,3	3,2	7,5	3,2	8,3	4,5
Hong Kong RAE	...	...	...	(1,2)	...	...
Singapur	1,6	1,0	4,1	2,7	5,1	3,6
Países industriales³	6,7	5,3	9,5	6,4	10,3	5,7

¹ Incluye bonos, pagarés e instrumentos del mercado monetario. Los totales regionales se basan en los países del cuadro y están ponderados por las respectivas cantidades en circulación. Vencimientos medios originales y residuales de las cantidades en circulación del Gobierno central del Cuadro 2e de la encuesta del Grupo de Trabajo. Los números en paréntesis corresponden a los resultados de la encuesta de 2001 publicados en Cuadro 6 en BPI (2002). ² Estas estimaciones deben considerarse a títulos indicativos y pueden no ser estrictamente comparables entre países. ³ Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuente: encuesta del Grupo de Trabajo.

(b) Deuda a tasa flotante

En algunos países, una proporción significativa de la deuda a largo plazo se emite a tasa flotante. Aunque es posible obtener de fuentes nacionales datos sobre la emisión a tasa fija y variable para títulos de deuda del Gobierno central, estos datos no se obtienen tan fácilmente a partir de fuentes internacionales. Esto supone una brecha informativa importante, ya que la proporción de la deuda a tasa flotante tiene un gran impacto sobre la exposición al riesgo de tasa de interés. La encuesta del Grupo de Trabajo reveló que en muchos países la deuda a tasa flotante sigue representando una proporción considerable (véase el Cuadro C4 en la página 23). Esto implica que los costos del servicio de la deuda de una proporción significativa de títulos a largo plazo son sensibles a las variaciones de las tasas de interés a corto plazo. A lo largo de los últimos años, esta circunstancia no se reveló como un problema, al haberse reducido dichas tasas en prácticamente todo el mundo, pero continúa siendo una fuente de vulnerabilidad frente a posibles incrementos de las tasas de interés.

(c) Activos y deuda neta

La exposición de un prestatario a la tasa de interés depende tanto de sus activos como de sus pasivos. Dado que gran parte del incremento bruto de la deuda doméstica en las EME ha ido asociado a un incremento sustancial de los activos de reserva en divisas, los cambios recientes en las posiciones deudoras **brutas** observados en ciertos países no resultan muy útiles como aproximación a sus posiciones **netas**. A comienzos de los años 90, el valor de las reservas de divisas (que representan un activo para los bancos centrales) en el conjunto de economías emergentes fue inferior al valor de billetes y monedas en circulación (un pasivo para el banco central), por lo que los bancos centrales no tuvieron que emitir títulos de deuda domésticos para financiar sus tenencias de reservas en divisas. Sin embargo, el crecimiento de las reservas en la última década por encima del valor de billetes y monedas en circulación ha llevado a las autoridades monetarias a emitir deuda en moneda local para poder financiar la adquisición de reservas. Esto implica que el gran incremento de la deuda bruta a corto plazo ha ido acompañado de un aumento muy similar de los activos a corto plazo, resultando en una menor exposición a la tasa de interés en términos netos⁴¹.

Resulta difícil cuantificar las implicaciones de esta circunstancia para las posiciones deudoras netas. Las operaciones de esterilización suelen consistir en emitir títulos de deuda a corto plazo, pero también puede optarse por modificar los requerimientos de reservas bancarias (Mohanty y Turner (2006)). La emisión de títulos por el banco central sólo es una medida parcial de las operaciones de esterilización, ya que en algunos países también se utilizan con dicho fin los títulos del Gobierno. La mayoría de los títulos emitidos por el Banco Popular de China y por el Banco de la Reserva de la India (en su mayoría bonos gubernamentales en el marco del esquema de estabilización monetaria) tienen vencimientos inferiores a un año. En Corea, el 12% de los bonos de estabilización monetaria en circulación tienen un vencimiento de hasta un año y el 88% restante no llega a los tres años. El vencimiento de otros instrumentos que devengan intereses, como los *swaps* de divisas y las facilidades de depósito remuneradas, suele ser mucho más corto, oscilando entre pocos días y pocos meses.

⁴¹ Esto no quiere decir que se haya eliminado necesariamente el riesgo de tasa de interés, ya que los países aún podrían verse afectados por una crisis en la que las tasas de interés nacionales crecieran más que las tasas extranjeras. Con todo, esta posibilidad es menor ahora gracias a la mejora de la posición externa de la mayoría de países. En este análisis no se examina el beneficioso efecto que ha tenido el aumento de reservas para las calificaciones crediticias y los costos de financiamiento.

La encuesta llevada a cabo por el Grupo de Trabajo muestra que la emisión de valores por el banco central en las EME ha crecido en cerca de 500.000 millones de dólares en los últimos cinco años, la mayoría de los cuales se han emitido a corto plazo. El volumen en circulación de títulos de deuda a corto plazo emitidos por el banco central de China ha aumentado en 274.000 millones de dólares, lo que supone más de la mitad del incremento de las reservas de divisas (véase el Cuadro D5).

Cuadro D5
**Títulos de deuda domésticos del banco central en circulación
y reservas de divisas**

En miles de millones de dólares de EEUU

	2000		2005		Variación (2005–2000)		Pro memoria (2005–2000)
	Instru- mentos del mercado monetario	Bonos y pagarés	Instru- mentos del mercado monetario	Bonos y pagarés	Instru- mentos del mercado monetario	Bonos y pagarés	Variación en reservas de divisas menos billetes y monedas en circulación
China	1	...	275	...	274	...	537
Otras EME	56	120	151	269	95	140	450

Nota: Instrumentos del mercado monetario (Cuadro 2a de la encuesta del Grupo de Trabajo) y bonos y pagarés (Cuadro 2b de la encuesta). Para calcular las cifras en las columnas de “Variación” se utiliza la deuda en moneda local en circulación. Para convertir las cifras a dólares de EEUU se utiliza el tipo de cambio con el dólar de EEUU de finales de 2005, con el fin de que las variaciones no incluyan efectos de valoración.

Fuentes: FMI; encuesta del Grupo de Trabajo; BPI.

Pruebas de tensión

Una forma muy útil de analizar cómo ha cambiado la exposición al riesgo en general consiste en llevar a cabo una prueba de tensión (*stress test*) sobre el cociente entre deuda pública y PIB de un país. Tal y como se afirma en CGFS (2000), estas pruebas pueden proporcionar información importante sobre la reacción del sistema ante alteraciones económicas excepcionales pero plausibles, ayudando con ello a las autoridades encargadas de las políticas a evaluar los patrones generales de asunción de riesgo. Los bancos centrales y las autoridades financieras pueden servirse de ellas para evaluar de un modo más efectivo la estructura actual de instrumentos y el vencimiento de la deuda. La información recabada para realizar las pruebas de tensión también puede ayudar a identificar deficiencias en la administración de la deuda, la compilación de datos, los sistemas de reporte o el monitoreo.

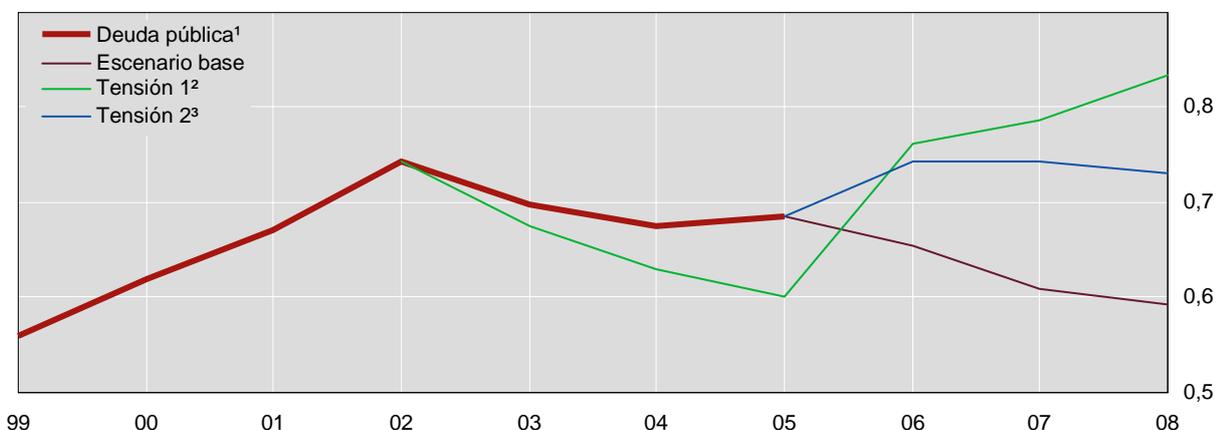
No obstante, cabe citar tres salvedades. En primer lugar, las pruebas de tensión estiman la exposición a un evento concreto, no la probabilidad de que tal evento suceda. En este sentido, las mejoras en la composición de la deuda en los últimos años han reducido la probabilidad de que ocurra este tipo de eventos. Segundo, estas pruebas no pueden abarcar los aspectos dinámicos de los cambios en el comportamiento del mercado en situaciones de tensión. Por último, los cálculos realizados ofrecen estimaciones aproximadas, no precisas.

No obstante, un reciente análisis de tensión realizado por el Ministerio de Finanzas de Brasil resulta muy revelador al respecto. En el marco de gestión de la deuda pública federal (DPF), Brasil adoptó medidas resueltas para alargar el vencimiento medio de la deuda (principalmente incrementado el plazo medio de los títulos emitidos en las subastas), reducir la proporción de deuda a corto plazo (rebajando con ello el riesgo de refinanciación), y sustituir gradualmente la deuda indexada a tasas de interés a corto plazo (Selic) y a tasas de cambio por títulos a tasa fija y ligados a la inflación. También se han dado los pasos necesarios para desarrollar las curvas de rendimiento para los títulos de deuda pública federales en los mercados domésticos y para ampliar la base de inversionistas. La mejora en la composición de la deuda ha reducido el riesgo de tipos de cambio y de tasas de interés. La prueba de tensión llevada a cabo por el Ministerio de Finanzas⁴² muestra que una alteración extrema de esas tasas apenas incrementaría la deuda en un 4,7% del PIB, mientras que si se hubiera mantenido la estructura de la deuda de 2002, el impacto sería del 22,2% del PIB.

Acevedo et al (2006) también han analizado de forma exhaustiva la sostenibilidad de la deuda, algo que ya se analizó por separado en el Capítulo C. Los autores también incluyen pruebas de tensión interesantes que incorporan la dinámica macroeconómica. Así, sus pruebas miden el impacto que tendría sobre la deuda pública neta de reservas, en porcentaje del PIB, un episodio de turbulencias financieras idéntico al que sufrieron los cinco países que analizan. La mejora más palpable ha sido la de Brasil, como se observa en el Gráfico D4. En el escenario de base, donde se asume que persisten las tendencias actuales, la deuda se reduce gradualmente hasta el 60% del PIB, desde un máximo del 75% en 2002. En cambio, en el escenario de tensión, con la estructura de deuda actual, la deuda se incrementa hasta estabilizarse por encima del 70%. Sin embargo, si no se hubiera dado un giro proactivo hacia la deuda doméstica, dicho incremento habría sobrepasado el 80% del PIB⁴³.

Gráfico D4

Brasil: deuda pública en distintos escenarios de tensión



¹ Neta de reservas, en porcentaje del PIB. ² Tensión con la composición de deuda de 2002 (contrafáctico).
³ Tensión con la composición de deuda actual.

Fuente: Acevedo et al (2007).

⁴² En esta prueba se presuponen tres alteraciones de la desviación estándar de la tasa de interés (7,8 puntos porcentuales) y de cambio (56,6%) que duran durante un año.

⁴³ En la construcción de este caso, sólo se han tenido en cuenta los cambios discrecionales en la composición de la deuda, excluyéndose la reducción del porcentaje de deuda en moneda extranjera debido a la apreciación del tipo de cambio. Para saber más al respecto, véase Acevedo et al (2006).

E. Liquidez en los mercados de deuda pública

Muchas de las ventajas que ofrecen los mercados de bonos en moneda local dependen de la capacidad de los inversionistas para negociar a bajo costo y ajustar sus posiciones con rapidez. Así, la escasez de liquidez en el mercado de deuda pública dificultará la valoración eficiente de otros instrumentos financieros, la adecuada gestión de la deuda pública o la transmisión de la política monetaria. Además, un adecuado grado de liquidez es esencial para la estabilidad financiera. Por tanto, en este capítulo se analiza hasta qué punto ha mejorado la liquidez en los mercados de bonos en moneda local a medida que ha crecido la emisión. Sin duda, todavía queda mucho por hacer para mejorar la liquidez en numerosos países, y en este capítulo se analizarán cuatro grandes ámbitos en los que puede actuarse a través de políticas.

Liquidez y estabilidad financiera

Aunque no exista una definición universal de liquidez de mercado, ésta se caracteriza por tres aspectos: *la profundidad, el tensionamiento y la resistencia del mercado*⁴⁴. La profundidad indica la capacidad de un mercado para absorber fuertes volúmenes de negociación sin oscilaciones bruscas en el precio de equilibrio; el tensionamiento (o margen de negociación) mide la eficiencia de las transacciones en función de su costo; y la resistencia se refiere a la capacidad del mercado para absorber perturbaciones. Partiendo de estas características, un mercado líquido suele ser aquel que registra un elevado volumen de transacciones, diferenciales estrechos entre los precios de compra y de venta, y reducida volatilidad diaria de los precios.

Los mercados profundos y líquidos pueden mejorar la estabilidad del conjunto del sistema financiero de diversas maneras. En primer lugar, pueden ayudar a absorber «tensiones» de mercado ocasionales que provocan fluctuaciones extremas de los precios, reduciendo con ello el riesgo de alteraciones en el sistema financiero⁴⁵. En cambio, los mercados ilíquidos amplían el efecto de estas perturbaciones al generar pronunciadas oscilaciones de precios, expectativas de precios inestables y un mayor riesgo de contagio a otros segmentos del mercado⁴⁶.

La liquidez también es esencial para limitar las distorsiones financieras que incrementan la vulnerabilidad sistémica. Por ejemplo, si los mercados de deuda pública se vuelven ilíquidos durante periodos de elevada incertidumbre política, los inversionistas pueden exigir una elevada prima de liquidez. En tales casos, la emisión de deuda pública tiende a concentrarse en vencimientos cortos, como ha quedado demostrado en numerosas crisis de liquidez en mercados emergentes (por ejemplo, en Brasil en 2002). Hay quienes argumentan que una base estrecha de inversionistas puede hacer ilíquido un mercado al incrementar su vulnerabilidad ante un comportamiento inversor gregario. Los mercados líquidos que cuentan con una base inversora diversificada son menos proclives a registrar movimientos de inversión en una sola dirección, algo que se discutirá con más detalle en el Capítulo F.

⁴⁴ Para saber más sobre este tema, véase CGFS (1999b).

⁴⁵ Hay estudios que demuestran que, en los mercados tradicionalmente líquidos, cuando los inversionistas consideran exagerada una caída de precios, éstos reducen sus ventas al estar convencidos de que la liquidez regresará al mercado, mientras que en los mercados ilíquidos, al no existir dicha confianza, tal caída genera mayores ventas, a lo que Muranaga y Shimizu (1999) se refieren como «*crash* de precios endógeno».

⁴⁶ CGFS (1999a).

Asimismo, un mercado de bonos ilíquido puede dañar la estabilidad financiera reduciendo tanto la capacidad de los agentes para gestionar riesgos como la de las autoridades para monitorear dichos riesgos. En concreto, la falta de liquidez, unida a elevados costos de transacción, puede impedir que los participantes en el mercado reequilibren ordenadamente sus carteras en previsión de alteraciones, limitando con ello su capacidad para gestionar riesgos. La presencia de riesgo de liquidez puede hacer que se subestime la exposición al riesgo⁴⁷. Además, la capacidad de los supervisores para monitorear riesgos y adoptar medidas preventivas depende de la existencia de indicadores de precios de mercado que permitan valorar correctamente las carteras de títulos de las instituciones financieras.

¿Ha mejorado la liquidez en el mercado de deuda pública?

Diversos indicadores señalan que la liquidez ha mejorado en numerosos mercados de EME. Por ejemplo, la profundidad del mercado parece haber aumentado⁴⁸ y en algunos países el volumen de negociación anual de los títulos del Gobierno central ha crecido a lo largo del último lustro⁴⁹. En 2005, la relación entre volumen de negociación y títulos en circulación en algunos mercados emergentes (como Chile, Polonia, Sudáfrica y Taiwan (China)) era comparable al de los mercados más desarrollados (véase el Gráfico E1). También hay indicios de que el número de títulos de referencia clave está creciendo en numerosos países, lo que sugiere mayor profundidad en los mercados. En muchos de ellos, el número típico de valores de referencia ha aumentado desde uno o dos títulos en el año 2000 hasta entre tres y cinco en 2005.

No obstante, la **profundidad del mercado** varía considerablemente entre países. Así, la liquidez sigue siendo reducida en la mayoría de países y la brecha entre los mercados de bonos emergentes y los desarrollados todavía es amplia. En concreto, la liquidez suele ser relativamente baja para los bonos a largo plazo. No hay que olvidar sin embargo que los datos sobre volumen de negociación no pueden compararse totalmente entre países, ya que algunos de ellos recogen en sus estadísticas por ejemplo las operaciones de recompra por el banco central, mientras que otros no; además, un volumen de negociación alto no es necesariamente sintomático de mayor liquidez si el volumen de títulos en circulación también es bajo (como ocurre por ejemplo en el caso de Taiwan (China)). Lo ideal sería que las medidas del volumen de negociación incluyeran también las operaciones con derivados, ya que un mercado de futuros líquido puede compensar algunas ineficiencias de un mercado al contado ilíquido. Por ejemplo, para los inversionistas puede resultar más fácil mantener una posición abierta en el mercado de derivados (que es bastante líquido) que en el mercado al contado, donde puede ser más difícil modificar su cartera.

Un indicador de **tensionamiento** es el diferencial entre el precio de compra y de venta para el título de referencia más líquido. Por ejemplo, en 2005, los diferenciales de Brasil, Chile, Corea, India y Singapur se situaban entre los más bajos de los países del Gráfico E1. Al

⁴⁷ Esto se debe al hecho de que los modelos VaR pueden no incorporar correctamente el riesgo de liquidez. Las instituciones financieras de numerosos países han añadido a sus metodologías VaR pruebas de tensión que les permiten calibrar su posible vulnerabilidad frente a problemas de liquidez. Sin embargo, hay que tener presente que estas pruebas no miden la probabilidad de que surjan dichos problemas y además están sujetas al criterio subjetivo de los gestores de riesgos.

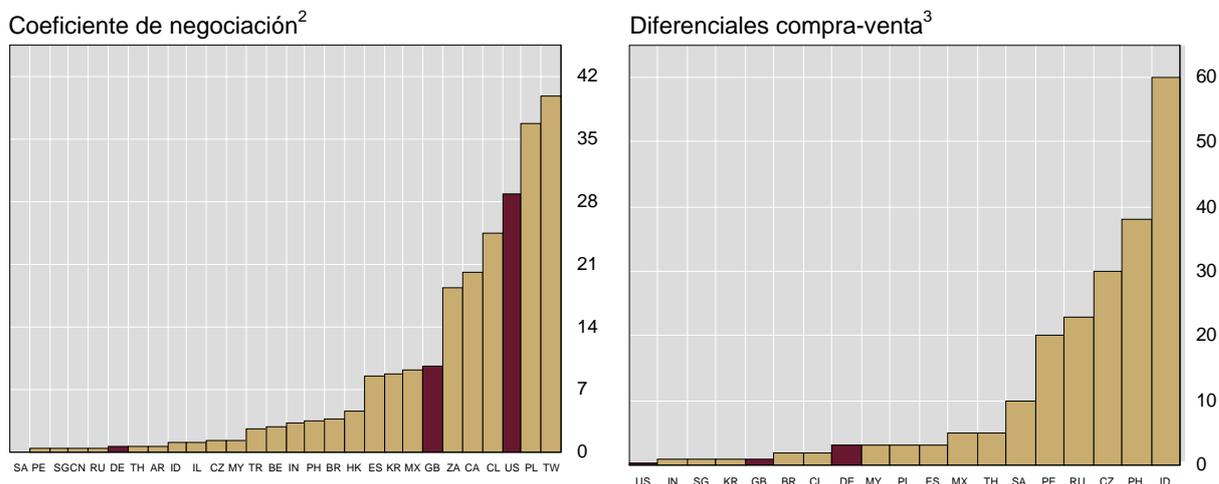
⁴⁸ Con anterioridad, Mohanty (2002) utilizó un método para evaluar la liquidez en el mercado de deuda pública basado en muchas de las medidas empleadas en este capítulo.

⁴⁹ Por ejemplo, el volumen de negociación bruto de los bonos del Gobierno central se incrementó entre dos y cuatro veces en la Corea, India, Israel, Malasia, México, Singapur, Taiwan (China), Tailandia y Turquía entre los años 2000 y 2005.

mismo tiempo, unos diferenciales bajos pueden no ser representativos de la liquidez si los costos de transacción varían ampliamente entre los valores más y menos negociados. En algunos países, la regulación del mercado también puede limitar el grado en que los creadores de mercado pueden variar sus diferenciales.

Gráfico E1

Liquidez en el mercado de deuda pública, 2005¹



AR = Argentina; BE = Bélgica; BR = Brasil; CA = Canadá; CL = Chile; CN = China; CO = Colombia; CZ = República Checa; DE = Alemania; ES = España; GB = Reino Unido; HK = Hong Kong RAE; ID = Indonesia; IL = Israel; IN = India; KR = Corea; MX = México; MY = Malasia; PE = Perú; PH = Filipinas; PL = Polonia; RU = Rusia; SA = Arabia Saudita; SG = Singapur; TH = Tailandia; TR = Turquía; TW = Taiwan (China); US = Estados Unidos; ZA = Sudáfrica.

¹ Bonos y pagarés del Gobierno central. ² Volumen de negociación con respecto al volumen en circulación del año anterior. ³ Emisión más líquida, en puntos básicos; para Estados Unidos, rendimientos de la deuda pública a 10 años.

Fuentes: Bloomberg; encuesta del Grupo de Trabajo; BPI.

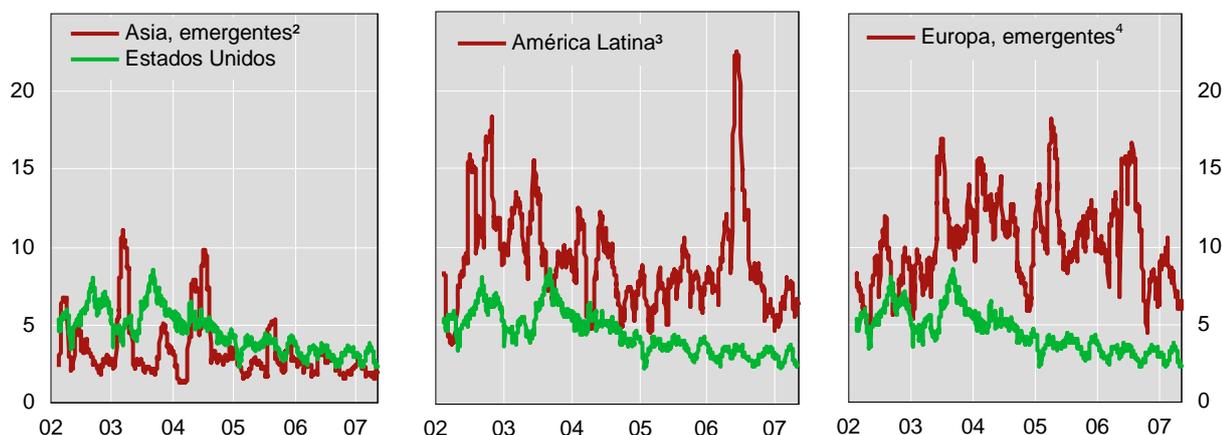
Tampoco resulta sencillo evaluar la **resistencia** de los mercados (la tercera dimensión de la liquidez), ya que refleja tanto las condiciones técnicas del mercado como la percepción de los inversionistas sobre las variables macroeconómicas y crediticias fundamentales⁵⁰. En el pasado, los mercados emergentes de bonos a menudo han visto evaporarse la liquidez tras una perturbación, por ejemplo, un descenso de las entradas de capital o un endurecimiento de las condiciones monetarias. El Gráfico E2 ofrece una estimación simple de esta «resistencia» a través de la volatilidad anualizada de los rendimientos de los bonos en moneda local en las principales regiones con mercados emergentes y en Estados Unidos en los últimos cinco años. En la medida en que las primas de liquidez están contenidas en dichos rendimientos, los mercados ilíquidos deberían mostrar mayor volatilidad que aquellos que son líquidos, como reflejo de un componente de riesgo variable en el tiempo. Partiendo de esta medida, parece que los mercados de bonos asiáticos están ganando resistencia, en

⁵⁰ La introducción de plataformas electrónicas para la contratación de bonos y de sistemas de negociación en bolsa puede estar reduciendo hasta cierto punto esta dificultad. Por ejemplo, la volatilidad de precios intradía podría aportar información vital acerca de la resistencia relativa del mercado de bonos ante alteraciones de liquidez.

vista del mercado descenso de la volatilidad en los últimos dos años. Algo similar parece ocurrir en América Latina y Europa central, aunque en menor medida, sobre todo desde mediados de 2006. Con todo, los rendimientos de los bonos en estas áreas parecen ser todavía mucho más volátiles que en otros lugares.

Gráfico E2

Volatilidad de los rendimientos de los bonos en moneda local¹



¹ Calculada como la desviación estándar de las oscilaciones porcentuales diarias del índice de rendimientos, para una ventana móvil de 30 días, anualizada. Los datos se refieren a los rendimientos sin cobertura en dólares de EEUU del índice negociado de JPMorgan. ² China, India, Indonesia, Malasia y Tailandia. ³ Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. ⁴ Eslovaquia, Hungría, Polonia, República Checa, Rusia y Turquía.

Fuente: JPMorgan Chase.

Al estudiar eventos particulares, se utiliza como medida de la resistencia de los mercados su respuesta ante perturbaciones tanto comunes como idiosincrásicas. El Gráfico E4 muestra la evolución de los mercados emergentes durante el episodio de ventas generalizadas de valores en los mercados globales ocurrida en mayo y junio de 2006. En él se observa que, aunque muchos de los principales mercados de bonos en moneda local soportaron grandes presiones de venta durante dicho periodo (en especial los de Filipinas, Indonesia y Turquía), su recuperación posterior fue en general relativamente rápida. Incluso Turquía, que registró el mayor y más sostenido aumento de rendimientos, además de la gran depreciación de su moneda, se vio mucho menos afectada que en episodios anteriores de volatilidad nacional o internacional (véase el Recuadro E1). Muchos de los principales mercados (como Brasil y Sudáfrica) que solían ser vulnerables al deterioro de la confianza inversora en los mercados internacionales apenas sufrieron alteraciones pasajeras, tal vez por su mayor resistencia ante perturbaciones externas y por la rápida recuperación del apetito por el riesgo a escala mundial.

Al mismo tiempo, algunas EME tuvieron que lidiar con lo que se consideraba como entradas de capital «excesivas». En este sentido, destaca el reciente caso de Tailandia, donde el tipo de cambio flexible, los escasos controles de capital y el buen funcionamiento del mercado a futuro a corto plazo animaron a los no residentes a invertir en sus activos financieros, incluidos los bonos en moneda local. Sin embargo, la presión al alza sobre el tipo de cambio planteó un difícil dilema a las autoridades del país, que optaron por aplicar controles de capital. Este episodio sirvió para recordar a los inversionistas que las reformas para liberar los flujos de capital pueden revertirse sin previo aviso.

Recuadro E1

El impacto en Turquía del episodio de ventas de mayo y junio de 2006

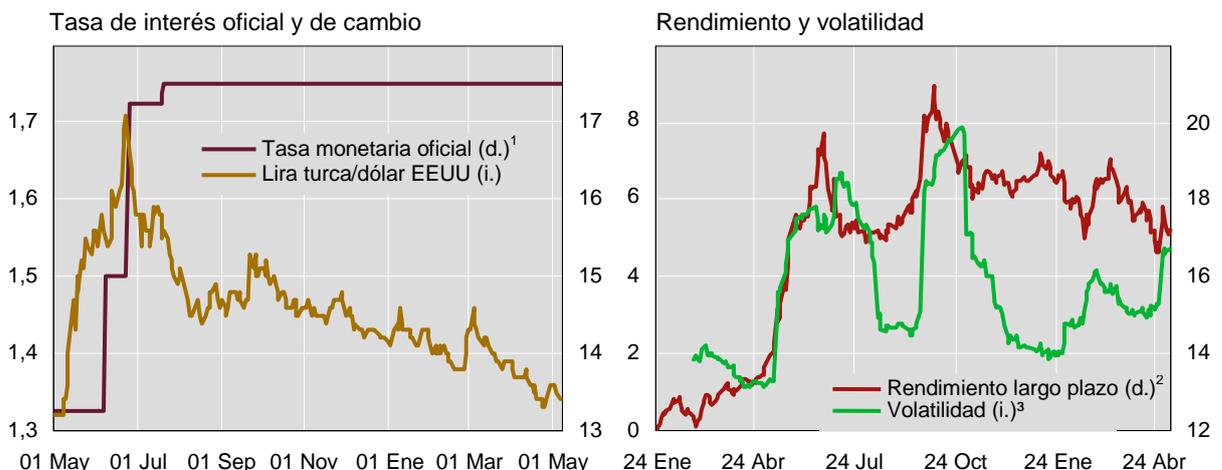
El aumento generalizado de la aversión al riesgo entre mayo y junio de 2006 produjo el cierre repentino de muchas posiciones «carry» sobre bonos turcos, lo que produjo un marcado descenso de los precios de los bonos en moneda local y del tipo de cambio (véase el Gráfico E3). Se estima que la retirada neta de bonos en liras por los inversionistas extranjeros alcanzó en esos dos meses 4.000 millones de dólares. A su vez, la inesperada y fuerte depreciación de la moneda puso en marcha las órdenes de cerrar una posición con pérdidas (cláusulas de «stop-loss») de los contratos de derivados sobre la deuda en liras emitidos en mercados de otros países, lo que produjo una mayor depreciación y el repunte de los rendimientos domésticos.

Para contrarrestar las ventas generalizadas y estabilizar las expectativas de inflación, el banco central de Turquía anunció diversas medidas: (a) el incremento de la tasa de interés oficial en 425 puntos básicos en junio y julio; (b) el drenaje de gran cantidad de liquidez del mercado monetario para reducir la especulación sobre la lira; y (c) la venta de reservas de divisas para detener la depreciación de la lira. En el corto plazo, las elevadas tasas de interés oficiales dañaron a los inversionistas del país con posiciones largas en liras turcas. Así, los bancos que habían recibido de bancos internacionales préstamos en divisas a largo plazo a tasas de interés reducidas y que habían cubierto sus posiciones con contratos a plazo (*forwards*) sobre divisas, vieron cómo se disparaba el costo de su cobertura al elevarse las tasas domésticas.

No obstante, el tipo de cambio y el mercado de bonos en moneda local se estabilizaron con relativa rapidez (véase el Gráfico E3), y para mediados de agosto la lira ya se había recuperado y los rendimientos de los bonos de largo plazo habían comenzado a reducirse. Las expectativas de inflación, que se habían disparado en el segundo trimestre de 2006, se moderaron sustancialmente en octubre. El marcado endurecimiento monetario por parte del banco central y el anuncio del Gobierno de superávit presupuestario primario mejor de lo previsto para 2006 (5,9% del PIB) contribuyeron a reforzar la confianza de los inversionistas en la estabilidad macroeconómica a medio plazo y a reanudar los flujos de capitales. Otros factores que reforzaron la capacidad de resistencia en Turquía fueron la mayor sostenibilidad de la deuda pública, en especial la menor proporción de bonos ligados al tipo de cambio en el total de deuda (que pasó del 56% en 2001 al 40% a finales de mayo de 2006), y la recuperación de las entradas de capital a los mercados locales de renta fija y variable en el segundo semestre de 2006.

Gráfico E3

Rendimientos y política monetaria en Turquía en 2006 y 2007



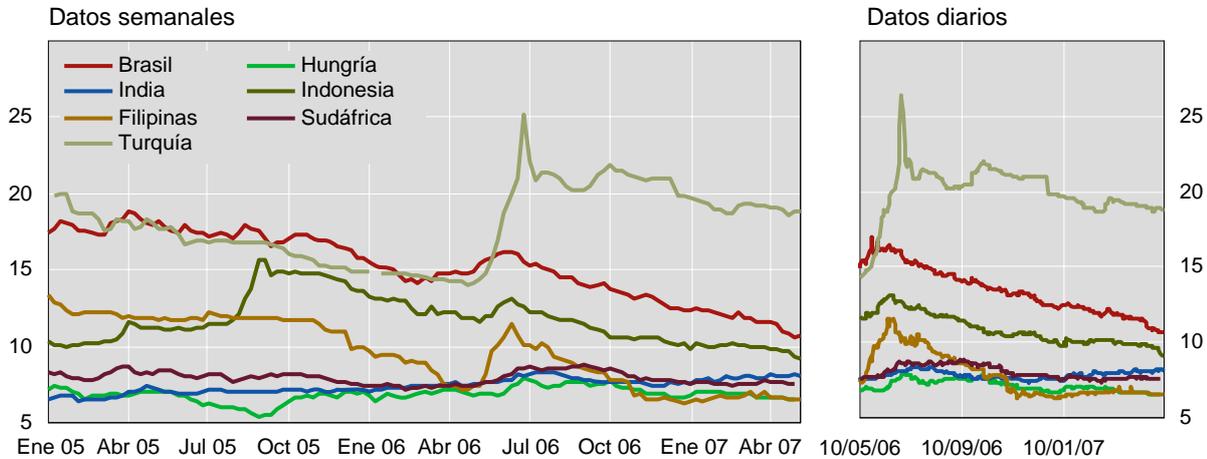
¹ Tasa interbancaria a un día anunciada para la lira turca, en porcentaje. ² Bono gubernamental emitido por el banco central el 25 de enero de 2006 con vencimiento el 19 de enero de 2011. ³ Volatilidad anualizada móvil para 30 días de los rendimientos de la deuda pública.

Fuentes: Bloomberg; cálculos del BPI.

Gráfico E4

Tasas de interés de los bonos a largo plazo en moneda local durante el episodio de ventas de mayo–junio de 2006

En porcentaje



Nota: para Filipinas, Hungría, India, Indonesia y Sudáfrica, bono del Gobierno a 10 años; para Brasil, bono del Gobierno a tres años; para Turquía, Libor a un año. El panel derecho comienza el 10 de mayo de 2006, el primer día del episodio de ventas.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales.

En cuanto a las perturbaciones idiosincrásicas a un país, las respuestas de los bancos centrales a la encuesta del Grupo de Trabajo varían en cierta medida. Por ejemplo, ninguno de los países industriales declaró haber sufrido problema alguno de liquidez en sus mercados durante los últimos cinco años. Lo mismo parece ocurrir en una amplia gama de economías emergentes (como China, Hong Kong RAE, India, Israel, Malasia, México, Singapur y Sudáfrica). En cambio, Colombia vio cómo su mercado de bonos locales sufría importantes presiones de venta en 2002 tras las noticias de deterioro de su situación fiscal. Algo similar ocurrió en Perú en el primer trimestre de 2006 según se acercaban las elecciones presidenciales. En Chile, pese al buen nivel de desarrollo de su mercado de bonos, tuvieron que cancelarse las subastas de deuda a finales de 2005 en respuesta a la mayor volatilidad del mercado. Tanto Polonia como Hungría han sufrido ventas generalizadas en sus mercados de bonos en los últimos años. En el primer caso, la falta de liquidez en noviembre de 2003 hizo que muchos formadores de mercado dejaran de ofrecer precios de compra y de venta y que algunos bancos tuvieran que dejar las actividades relacionadas con la formación de mercado.

En numerosos países, inquietudes de carácter fundamental han provocado pérdidas de liquidez en el sector de los fondos de inversión, ilustrando así la interacción entre los factores fundamentales y los técnicos. Corea ha sido testigo de numerosas pérdidas de liquidez entre las sociedades fiduciarias de inversión (*investment trust companies*), un grupo de empresas que dominan el mercado de los títulos gubernamentales. Indonesia estuvo a punto de sufrir una crisis en su sector de fondos de bonos en 2005, como consecuencia de un marcado incremento de la tasa de interés nacional. Fondos de inversión que habían invertido más del 80% de sus activos en títulos de deuda pública durante el auge de precios de los bonos sufrieron fuertes presiones de amortización a medida que acumulaban pérdidas y caía el valor neto de sus activos. En aquel momento se señaló la iliquidez del mercado secundario como agravante de la caída de precios provocada por las presiones de venta de dichos fondos de inversión. Los más afectados fueron los inversionistas particulares, que desconocían este riesgo y que tal vez no fueron advertidos correctamente

por sus intermediarios financieros. La crisis pudo evitarse gracias a la intervención del Gobierno, que inyectó liquidez a través de una gran operación de recompra de bonos⁵¹.

Determinantes de la liquidez

Todos estos indicadores sugieren que, pese a las considerables mejoras, los mercados de bonos en moneda local de algunos países todavía son relativamente ilíquidos. La experiencia de los países industriales demuestra que el desarrollo de estos mercados conlleva un esfuerzo considerable a lo largo del tiempo. En Europa, por ejemplo, los mercados de deuda mejoraron sustancialmente su liquidez tras eliminarse las restricciones a los flujos de capital transfronterizos y armonizarse en gran medida las tasas impositivas nacionales.

A lo largo de la última década, las economías emergentes han desplegado grandes esfuerzos para eliminar los obstáculos que entorpecían la liquidez en el mercado de bonos⁵². Una serie de reformas fundamentales en el frente fiscal y monetario han logrado reducir la inflación y la volatilidad de las tasas de interés, mejorando con ello la sostenibilidad de la deuda pública y la disciplina monetaria. Todo ello ha atraído a los inversionistas a los mercados de bonos en moneda local y ha dado impulso al mercado secundario. Además, se han adoptado medidas para fomentar la confianza de los inversionistas en los mercados «jóvenes», como por ejemplo la abolición de los controles sobre las tasas de interés, la eliminación de la intervención oficial en el mercado primario para influir en la curva de rendimientos (por ejemplo en la India y México) y el incremento del número de participantes en el mercado. Numerosos países han avanzado en el desarrollo de la microestructura del mercado mediante la introducción de formadores de mercado, la creación de modernas plataformas de negociación, la reforma del sistema de pagos y liquidaciones, y el incremento de la transparencia del mercado. Un ejemplo a destacar es el caso de la India, donde una serie de reformas y esfuerzos de creación de mercado desde comienzos de los años 90 han mejorado sustancialmente la liquidez del mercado de bonos en los últimos años (véase el Recuadro E2).

Todos estos logros llevan a preguntarse qué otros obstáculos subsisten para la liquidez en los mercados de bonos emergentes. En este sentido, cabe citar algunos principios orientadores para el diseño de mercados de deuda pública profundos y líquidos presentados por un grupo de trabajo del CGFS dedicado a los mercados maduros (CGFS (1999b)). Entre ellos se encuentran reducir la fragmentación del mercado elevando el grado de sustitución entre diferentes valores, rebajar los costos de transacción aplicando políticas tributarias adecuadas, asegurar una infraestructura de mercado sólida y segura, fomentar la heterogeneidad de los participantes del mercado y crear condiciones de participación justas para los inversionistas residentes y no residentes. Estos principios sugieren cuatro grandes ámbitos de actuación para fomentar la liquidez en los mercados de bonos emergentes: (a) fomentar la negociación de valores; (b) diversificar la base inversora; (c) desarrollar un mercado de *repos*; y (d) profundizar los mercados de derivados. A continuación se analizan por separado estos cuatro elementos.

⁵¹ Véase ADB (2006).

⁵² Algunas de estas medidas y experiencias se han analizado ampliamente en BPI (2000, 2006a y 2006c), Turner (2003), Mohanty (2002), Banco Mundial (2001) y BID (2006).

Recuadro E2

Políticas y liquidez en el mercado indio de deuda pública

La liquidez en el mercado de deuda de la India ha mejorado en la última década como ha sucedido en los países desarrollados, oscilando los diferenciales entre los precios de compra y venta de los valores más líquidos entre 1 y 3 puntos básicos solamente.

El Banco de la Reserva de la India (RBI), que se encarga de gestionar la deuda en nombre del Gobierno, ha adoptado una serie de medidas para fomentar la liquidez. Las primeras reformas se centraron en crear intermediarios primarios en 1996 con respaldo de liquidez procedente del RBI. Aunque la actividad de estos intermediarios se amplió posteriormente para incluir a los bancos, desde un principio se les permitió diversificar sus actividades. Se crearon agencias públicas especializadas como la Discount and Finance House of India y la Securities Trading Corporation of India con el fin de promover la actividad en los mercados secundarios. A medida que iba desarrollándose el mercado, el RBI se deshizo de la mayor parte de su participación en dichas instituciones para que pudieran participar otros agentes del mercado. Se trataba por tanto de evitar problemas de riesgo moral asociados a la función del banco central como prestamista de última instancia y como regulador del mercado monetario (Reddy (2002)).

Para reducir el riesgo de liquidación, se introdujo en 1995 el mecanismo de entrega contra pago (DVP) para operaciones con valores, que posteriormente se integró en la Clearing Corporation of India Limited como única cámara de compensación y entidad de contrapartida central. El lanzamiento de un sistema de contratación negociada (NDS) en 2005 permitió crear un sistema electrónico de negociación y liquidación anónima de operaciones. La autorización para renovar los contratos repo (*rollover*) y la adopción de un ciclo de liquidación uniforme de T+1 permitieron a los participantes en el mercado gestionar sus posiciones de forma más eficiente. Para ampliar y facilitar la participación, se permitió la negociación de los títulos públicos en las bolsas de valores, se autorizó a las entidades no bancarias a suscribir repos con títulos del Gobierno y se elevaron los límites a la inversión de cartera en títulos de deuda por parte de extranjeros (hasta 3.200 millones de dólares en 2006).

Durante la primera mitad de la década de los 90, se introdujeron numerosos instrumentos para aumentar la profundidad en el mercado de deuda pública, como las letras del Tesoro a 91 días, los bonos con cupón cero, los bonos a tasa flotante y los *capital index bonds*, en los que la inversión del capital está vinculada a la tasa de inflación. La introducción en la segunda mitad de la década de derivados extra-bursátiles (OTC) de tasa de interés, es decir *swaps* de tasas de interés y FRAs, facilitó la cobertura de este tipo de riesgo. La consolidación a través del relanzamiento/reapertura de títulos gubernamentales y la recompra de valores ilíquidos se utilizó para crear valores de referencia clave. Con el fin de desarrollar una curva de rendimientos proporcional para plazos más largos y de minimizar el riesgo de refinanciación, se alargó el vencimiento de los títulos de deuda pública hasta los 20 años y más tarde hasta los 30.

El banco central también dio una serie de pasos para mejorar la transparencia de mercado. En 2002 introdujo un calendario de subastas para los títulos gubernamentales con el fin de ofrecer a los agentes información clara y oportuna. A partir de 2005, la preparación y divulgación de información sobre negociación de valores se realiza a través de un sistema de negociación de bonos completamente electrónico (NDS). Para facilitar el proceso de determinación de precios, en 2006 se introdujo el llamado mercado «*when issued*» (WI), en el que los valores pueden negociarse antes de su fecha de emisión.

Aunque en un principio este mercado se concibió sólo para los valores relanzados, se ha propuesto ampliar su uso a los nuevos valores. Si bien la venta intradía en descubierto de valores del gobierno central no se autorizó hasta 2006, recientemente se ha propuesto autorizar a los bancos y a los intermediarios primarios a cubrir sus posiciones cortas dentro de un periodo ampliado de cinco días hábiles.

Sin embargo, a pesar de todas estas mejoras significativas, la liquidez en el mercado de deuda gubernamental aún se circunscribe a unos pocos instrumentos (apenas cinco de un total de 112 tipos en circulación) y el mercado de derivados sigue estando poco desarrollado. La base de participantes está dominada todavía por entidades financieras como bancos, compañías de seguros y fondos de jubilación, que suelen decantarse en general por mantener sus inversiones hasta el vencimiento. Para ayudar a los bancos a gestionar sus grandes carteras de títulos gubernamentales, el RBI les permitió ampliar sus títulos mantenidos hasta vencimiento hasta un máximo del 25% de su cartera, para aislarla así del riesgo de tasas de interés.

(a) Fomentar la negociación de valores

Los analistas y los participantes en el mercado están centrando su atención en las políticas y prácticas adoptadas por las economías emergentes para fomentar la negociación con títulos valores. Numerosas economías emergentes siguen regulando la inversión de los bancos y de los inversionistas institucionales de largo plazo. Así por ejemplo, el umbral que se exigía a los bancos en 2006 para invertir en títulos del sector público oscilaba entre cero en México y el 30% en Filipinas, y en muchos casos no bajaba del 20%, como en el caso de la India, Indonesia y Arabia Saudita. Los requisitos para los inversionistas institucionales son incluso superiores (por encima del 30% en algunos casos). Además, en algunos países, a ciertos grupos de inversionistas se les exige colocar todos los activos que administran en títulos del Gobierno.

Este tipo de restricciones hace que los bancos e inversionistas institucionales adquieran los títulos para conservarlos hasta su vencimiento. Al exigírseles mantener en todo momento una elevada proporción de sus activos en títulos públicos, estos inversionistas pueden preferir mantener sus inversiones en bonos en el largo plazo, para garantizarse así una tasa de retorno fija a lo largo del ciclo. Esta estrategia reduce sus incentivos para negociar con valores, aunque al mismo tiempo puede resultar deseable para el inversionista incluso en ausencia de restricciones.

Asimismo, las restricciones a la inversión también pueden mermar los incentivos de las autoridades para exigir a estas instituciones la contabilidad a valor razonable. Los países con elevados requisitos de inversión obligatoria suelen andar a la zaga en la adopción de prácticas de valuación a precios de mercado (*mark-to-market*), como ocurre en Asia, donde el mercado está dominado por fondos de pensiones públicos. Esto crea un círculo vicioso de volumen de inversión bajo, liquidez escasa y subdesarrollo de curvas de rendimientos que podrían utilizar otros inversionistas para aplicar el valor razonable en su contabilidad. Por el contrario, en un mercado de bonos relativamente líquido como el de Sudáfrica, los inversionistas institucionales mantienen sólo entre el 5% y el 15% de sus activos en títulos del Gobierno y se les exige valorar a precios del mercado de forma frecuente. Lo mismo ocurre en Chile, donde los fondos de pensiones privados pueden invertir en títulos extranjeros y mantener hasta el 80% de sus activos en títulos de renta variable.

(b) Diversificar la base inversora

Numerosos observadores han señalado la importancia de una base inversora bien diversificada (especialmente con inversionistas institucionales nacionales e internacionales) para fomentar la liquidez del mercado, debido a su efecto positivo sobre la competencia, la innovación y la sofisticación del mercado, como se analizará más adelante. Esto parece especialmente significativo desde el punto de vista de los agentes del mercado, como demuestra una encuesta reciente realizada por el ADB (véase el Cuadro E1), donde la mayoría de creadores de mercado encuestados estimaban que una base inversora diversificada era el elemento más importante para mejorar la liquidez de los mercados asiáticos de bonos locales.

La experiencia de los distintos países varía a la hora de juzgar la importancia relativa de los inversionistas institucionales nacionales y extranjeros para la mejora de la liquidez. Por ejemplo, un país como Singapur, que pese a ser pequeño tiene una tasa de ahorro muy elevada y un sistema financiero fuerte, ha permitido una mayor participación de los emisores e inversionistas extranjeros en su mercado local de deuda. En 2005, los no residentes acaparaban el 14% de los bonos en circulación denominados en dólares de Singapur tanto en calidad de inversionistas como de emisores (a pesar de que todavía hay restricciones que limitan la inversión en dicha moneda). Más recientemente, las autoridades han permitido que los *hedge funds* minoristas participen en el mercado local de deuda. Los inversionistas extranjeros también han jugado un papel destacado en el fomento de la liquidez del mercado en diversas EME de mayor tamaño, como Brasil, Hungría, Israel, México, Polonia, Sudáfrica y Turquía.

Cuadro E1

Opiniones de los creadores del mercado sobre liquidez en Asia

Las reformas más necesarias en los mercados de deuda pública

	Promedio	CN	HK	ID	JP	KR	MY	PH	SG	TH	VN
Aumentar la diversidad de inversionistas	3,58	3,6	3,8	3,6	3,0	3,0	3,8	3,4	3,9	3,8	3,7
Mayor disponibilidad de productos de cobertura	3,20	3,8	2,3	3,6	3,0	3,0	3,3	3,2	3,4	3,3	2,7
Mejorar los mercados de repos	3,16	3,4	2,3	3,6	3,0	3,0	3,0	3,2	3,3	3,0	3,7
Diferenciales de compra-venta obligatorios para los creadores de mercado	2,82	3,2	2,5	3,0	2,0	2,5	2,8	3,0	3,0	2,8	3,0
Aumentar la transparencia de los precios intradía	2,80	3,2	2,3	3,4	2,0	2,5	2,5	2,8	3,3	2,0	3,3
Aumentar los incentivos fiscales	2,69	2,6	1,0	3,0	3,0	2,3	1,8	4,0	3,1	2,5	3,0
Mejorar los sistemas de compensación y liquidación	2,60	3,6	1,3	3,2	2,7	1,3	2,0	3,0	2,6	3,0	3,0

Nota: 4 = "Muy importante", 3 = "Importante", 2 = "Poco importante", 1 = "No importante", 0 = "No sabe, no contesta".

Fuentes: resultados de la encuesta de Asian Bonds Online; ADB (2006).

Por su parte, en muchos países, los inversionistas institucionales nacionales resultan tan importantes como los extranjeros, o incluso más, especialmente en las primeras etapas del desarrollo del mercado. En América Latina, por ejemplo, los fondos privados de pensiones y de seguros son una fuente importante de liquidez en el mercado. En este sentido destaca Chile, donde durante mucho tiempo ha estado restringida la inversión extranjera en el mercado de deuda local. Asimismo, en Colombia los fondos de inversión domésticos acaparan gran parte de la negociación en el mercado local de bonos, donde apenas participan los inversionistas extranjeros.

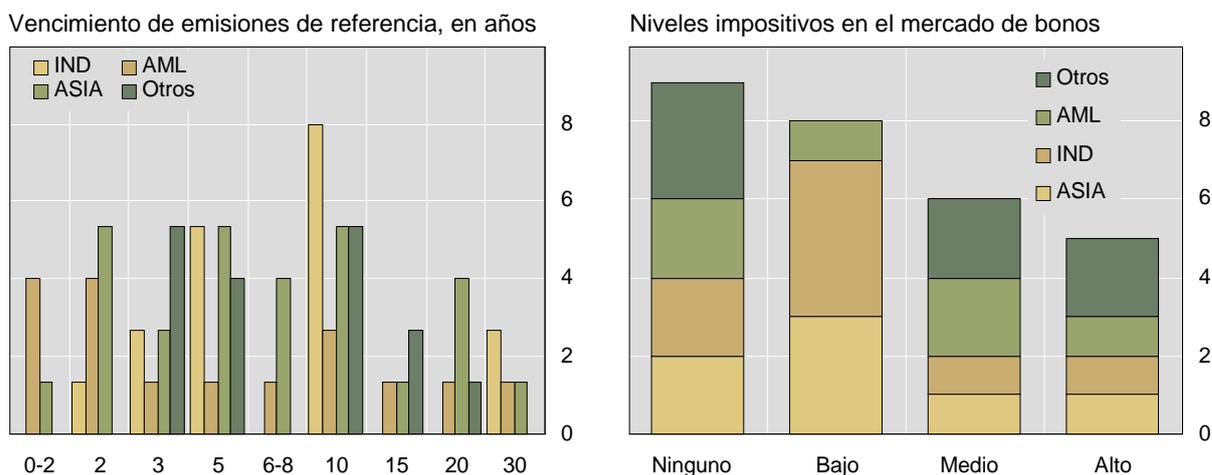
Al variar el perfil de riesgo/rendimiento y la experiencia negociadora de cada grupo de inversionistas, puede necesitarse una masa crítica de inversionistas para mejorar la competencia y la liquidez en el mercado. Por ejemplo, los grandes fondos de inversión extranjeros que gozan de gran experiencia en la gestión de carteras podrían poner el contrapunto a los fondos de pensiones nacionales que podrían dominar la curva de rendimientos a largo plazo. Permitir que los bancos de inversión de otros países compitan con las entidades locales en la creación de mercado podría ayudar a reducir los diferenciales entre los precios de compra y de venta. Por último, en países con mercados más profundos y mejores fundamentos económicos, los *hedge funds* pueden ser fundamentales para mejorar la liquidez del mercado.

A la hora de atraer a inversionistas extranjeros más sofisticados, puede que en un primer momento se requiera cierto grado de liquidez. En concreto, la falta de bonos de referencia adecuados puede impedir que los fondos de pensiones y de seguros extranjeros (e incluso los nacionales) inviertan en mayor medida en los mercados de bonos en moneda local, pues sus estrategias de inversión requieren de la existencia de estos indicadores. En los mercados maduros, la liquidez suele concentrarse en unas pocas referencias clave, lo que aumenta su atractivo para los inversionistas (véase el Gráfico E5). Aunque muchas

economías de mercado emergentes han logrado alargar sus curvas de rendimiento referenciales, la liquidez sigue dispersa entre un gran número de vencimientos. Numerosos países han tratado de corregir esta situación emitiendo más bonos de referencia específicos (por ejemplo, Brasil y México), relanzando sus títulos de referencia actuales (la India) y recomprando viejos títulos con muy poca liquidez (Filipinas).

Gráfico E5

Factores relacionados con la liquidez



IND = economías industriales, AML = América Latina, ASIA = economías asiáticas emergentes, Otros = economías europeas emergentes más Israel y Turquía.

Nota: en ambos paneles, el eje de ordenadas recoge el número de países declarantes en cada categoría. En el panel izquierdo, el eje de abscisas indica el vencimiento. En el panel derecho, se han utilizado los niveles impositivos para ordenar los países en cuatro grupos, recogidos en el eje de abscisas: Ninguno = no se gravan las transacciones con bonos, Bajo = se aplican algunos impuestos, Medio = se aplican impuestos sobre la renta de forma más generalizada hasta el 10%, Alto = se aplican impuestos sobre la renta superiores al 10%.

Fuentes: encuesta del Grupo de Trabajo; BPI.

Diversos estudios recientes sobre los mercados emergentes de bonos en moneda local han subrayado la enorme importancia del tamaño del mercado, así como de la infraestructura jurídica y de mercado, a la hora de atraer a grandes inversionistas institucionales a los mercados de bonos más jóvenes⁵³. La liquidez suele ser mayor en los mercados con grandes volúmenes de valores en circulación que cuentan con sistemas de negociación y liquidación transparentes y eficientes y con derechos de propiedad eficaces. Muchos de los participantes en los talleres regionales resaltaron la importancia de la transparencia antes y después de las operaciones, como forma de hacer más atractivos los mercados de bonos para los inversionistas institucionales. Pedir a ciertos participantes (como por ejemplo a los intermediarios primarios) que informen regularmente del precio de los títulos o crear agencias de precios especializadas son dos formas de mejorar el intercambio de información entre los participantes, incrementar el volumen de negociación y reducir los costos de transacción. Corea cuenta con tres sociedades privadas que ofrecen diariamente a los participantes en el mercado precios para todo tipo de valores a cambio de una comisión y México tiene implantado un sistema muy similar. Por su parte, Singapur y Hong Kong RAE

⁵³ Véase, por ejemplo, McCauley y Remolona (2000), Eichengreen et al (2006) y ADB (2006).

han introducido recientemente una plataforma electrónica de bonos destinada a mejorar la transparencia de las subastas. También puede atraerse la inversión reduciendo los elevados impuestos que gravan las operaciones con valores (como ocurre en numerosos países de América Latina) y eliminando o simplificando la retención de impuestos en origen.

(c) Desarrollar un mercado de repos

El desarrollo de un mercado de títulos con pacto de recompra (*repos*) ha solidado ser muy útil para el fomento de la liquidez del mercado. De los talleres de trabajo regionales se desprende que los *repos* son esenciales para la liquidez del mercado al contado, al ayudar a los intermediarios de valores a crear mercado de un modo más eficiente (especialmente desde el punto de vista de la gestión del riesgo de inventario). Un mercado de *repos* poco desarrollado genera importantes riesgos para los intermediarios primarios, pudiendo incluso amenazar su viabilidad financiera. También se discutió que en ocasiones los márgenes que perciben los suscriptores (*underwriters*) no consiguen cubrir el riesgo económico al que tienen que hacer frente al proporcionar este servicio. Los *repos* presentan además muchas otras ventajas: fomentan la creación de documentación estándar entre los participantes del mercado, incrementan los ingresos de los tenedores de los bonos, reducen los problemas de liquidez que plantea la presencia de inversionistas que compran activos para mantenerlos hasta su vencimiento, y ayudan a que inversionistas extranjeros más sofisticados participen en los mercados locales, en concreto, aquellos que quieren y pueden vender valores en descubierto (en corto) y gestionar sus carteras de forma activa.

En los últimos años, los bancos centrales de muchos países han introducido o ampliado su mercado de *repos* al utilizar este tipo de transacciones en sus operaciones de política monetaria. Con todo, los mercados de *repos* entre bancos o intermediarios aún están muy poco desarrollados debido a la escasez de operaciones de préstamo de valores. En los mercados líquidos, los creadores de mercado y los inversionistas apalancados suelen tomar prestados valores para financiar una nueva posición o para hacer frente a sus obligaciones de liquidación cuando venden en descubierto. Para ello, se hace necesario el desarrollo de ambos lados de la operación, es decir, que aquellos que poseen los valores estén autorizados a prestarlos y que aquellos que los necesitan puedan tomarlos en préstamo. Aunque muchos países han permitido recientemente la venta de valores en corto, todavía persisten diversos obstáculos. Por ejemplo, en Hong Kong RAE, sólo los creadores de mercado están autorizados a tomar posiciones cortas durante la jornada. En numerosos países, los mercados para el préstamo de valores no han conseguido salir adelante debido a los elevados costos de transacción o bien por la falta de certitud sobre los derechos jurídicos de los acreedores sobre el colateral. Para eliminar este impedimento, Israel ha aprobado recientemente una ley por la que se establece la prioridad del tenedor del colateral en las operaciones con *repos* y con préstamos de valores.

(d) Profundizar los mercados de derivados

Los mercados de derivados (por ejemplo los de *swaps* o futuros de tasas de interés) pueden utilizarse para proteger las carteras de bonos frente a pérdidas por la volatilidad de la tasa de interés. También pueden utilizarse como protección frente a la volatilidad en los mercados de divisas. La liquidez en el mercado al contado está íntimamente relacionada con la del mercado de derivados. Los derivados ofrecen a los intermediarios primarios y a los creadores de mercado instrumentos con los que gestionar el riesgo financiero y les permiten mantener grandes cantidades de títulos. Esta capacidad de los inversionistas para protegerse de las oscilaciones de las tasas de interés les permite incrementar sus volúmenes negociados en el mercado al contado. Los casos de Estados Unidos y Europa

muestran que, en el mercado de futuros, la liquidez suele ser mayor y los costos de transacción menores que en el mercado al contado, permitiendo a los inversionistas cubrir sus riesgos de tasa de interés y de cambio de forma más barata de lo que sería posible de otro modo⁵⁴.

Cuadro E2

Volumen de negociación de los derivados de tasas de interés

Promedios diarios, cantidades nominales en millones de dólares de EEUU

País	Instrumentos extrabursátiles ¹		Futuros a corto plazo negociados en bolsa		Futuros a largo plazo negociados en bolsa	
	Abril 2001	Abril 2004	Abril 2001	Abril 2004	Abril 2001	Abril 2004
Brasil	175	850	8.555	16.858	0	0
Corea	41	384	0	9	2.260	2.697
Hong Kong RAE	1.527	3.097	1.870	239	0	0
Hungría	0	179	0	0	0	0
India	39	419	0	0	0	0
Malasia	2	27	60	137	0	4
México	366	1.188	82	4.559	0	0
Polonia	460	848	0	0	0	0
República Checa	129	344	0	0	0	0
Singapur	355	3.571	306	133	0	0
Sudáfrica	473	2.737	0	0	3	5
Tailandia	5	54	0	0	0	0
Taiwan, China	22	410	0	0	0	37

¹ Excluye la doble contabilización entre intermediarios locales e incluye *forward rate agreements*, *swaps*, opciones y otros productos en moneda nacional.

Fuentes: *Triennial central bank survey on foreign exchange and derivatives market activity*, BIS (2005); FOW TRADEdata.

En las economías emergentes, el desarrollo de mercados de futuros puede ser un paso importante para alentar la participación extranjera en el mercado de bonos en moneda local. Así ocurrió por ejemplo en Sudáfrica con la creación de un mercado de derivados líquido. Mientras que los *swaps* de tasas de interés y los FRAs representaban en 2005 en torno al 90% del total de operaciones con derivados sobre tasas de interés, aproximadamente el 70% de esos instrumentos estaban en manos de extranjeros. En Brasil, los mercados de derivados juegan un papel fundamental para la provisión de liquidez. La elevada negociación de futuros sobre depósitos interbancarios a un día permite a los tenedores de

⁵⁴ Véase, por ejemplo, Fleming y Sarkar (1999) y Schulte y Violi (2001) para saber más sobre el mercado estadounidense y europeo respectivamente.

bonos transferir sus posiciones de riesgo de un modo eficiente y eficaz en términos de costo⁵⁵. A su vez, esta liquidez en el mercado de futuros ha ayudado a desarrollar una curva de rendimientos de referencia para títulos de renta fija, para compensar por la relativa iliquidez del mercado al contado⁵⁶. Así pues, las autoridades de Brasil han fomentado activamente el desarrollo de un mercado de futuros ofreciendo exenciones parciales de los impuestos de transacción y de las reservas obligatorias. En México, la elevada actividad en el segmento de futuros a corto plazo (sobre la tasa de interés interbancaria de equilibrio, TIIE, a 28 días) parece haber beneficiado al tramo más largo de la curva de rendimientos al ayudar a valorar correctamente los *swaps* de tasa de interés a largo plazo.

No obstante, los mercados de derivados aún están muy poco desarrollados en numerosos países. En Asia, por ejemplo, a excepción de Hong Kong RAE, Singapur y Corea, la negociación en los mercados de *swaps* y futuros sobre tasas de interés es comparativamente baja (véase el Cuadro E2). Una de las principales conclusiones del taller de trabajo para la región asiática fue que la escasa profundidad del mercado de derivados en los distintos países lleva a los gestores globales de fondos a invertir en mercados extranjeros de divisas a plazo con liquidación por diferencias (NDF, del inglés *non-deliverable forward*), en detrimento de los mercados de bonos en moneda local. Inversionistas expertos como los *hedge funds*, que de otro modo estarían dispuestos a aceptar más riesgo de crédito o de vencimiento, deciden no hacerlo al no existir instrumentos para gestionarlo. Lo mismo parece ocurrir en algunas economías de América Latina, como en Perú, donde el desarrollo del mercado local de bonos se ve obstaculizado por la escasez de contratos a plazo (*forward*).

Uno de los principales factores que impide el desarrollo de mercados de derivados a corto plazo es la falta de una curva de rendimientos de referencia bien desarrollada que pueda utilizarse como referencia en la liquidación de las operaciones con derivados. Para solucionar este problema, diversos países han optado por crear tasas de referencia interbancarias clave. Otro factor es que las regulaciones del mercado de divisas limitan en algunos casos el grado en que los inversionistas extranjeros pueden recurrir al mercado de derivados para cubrir sus posiciones en moneda local. Por ejemplo, el estricto límite impuesto por algunos países a los préstamos en moneda local por los no residentes ha favorecido la creación de grandes mercados extranjeros de NDF, a cuyo lado palidecen los mercados a plazo locales. En este sentido, las autoridades a menudo se ven enfrentadas al dilema de adoptar políticas que mejoren la liquidez en el mercado de bonos o hacer frente al peligro de que los inversionistas puedan servirse del mercado de derivados para tomar posiciones cortas sobre la moneda.

⁵⁵ Este mercado lo utilizan para gestionar riesgos las instituciones financieras, los inversionistas institucionales locales y los inversionistas no residentes, quienes en mayo de 2006 representaban el 37%, 45% y 18% respectivamente de las posiciones brutas en circulación de futuros sobre depósitos interbancarios a un día.

⁵⁶ Véase Amante et al (2006).

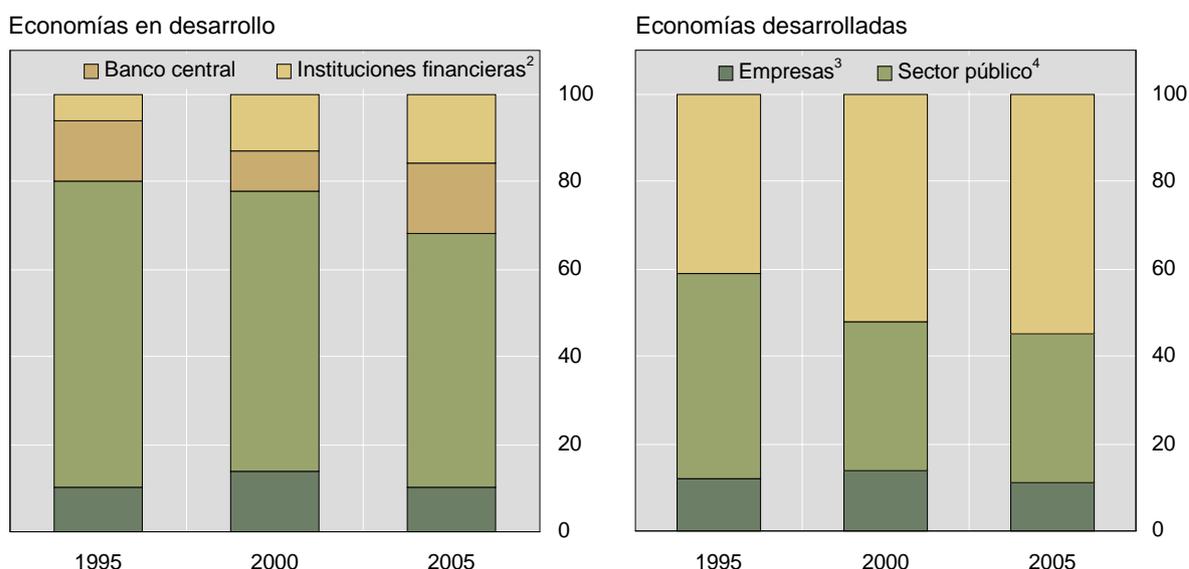
F. La base emisora

La emisión de deuda doméstica en los mercados emergentes está dominada principalmente por el Gobierno central y otras entidades del sector público. En 2005, los instrumentos de deuda del sector público (incluidos los emitidos por el banco central) representaban un 74% de la deuda doméstica en circulación (véase el Gráfico F1), muy por encima del promedio en los países industriales. Las emisiones de los bancos centrales en particular son mucho más elevadas, como reflejo de su gran acumulación de reservas de divisas. Las instituciones financieras constituyen el siguiente emisor en importancia, con un 16% de la deuda en circulación en 2005. Pese a las ventajas que reporta al sector empresarial el acceso a los mercados de deuda locales, la deuda corporativa únicamente representa un 10% del volumen total en circulación. Por último, la titularización de préstamos bancarios, que es un destacado factor de crecimiento del mercado de deuda en los países industriales, sólo ha registrado un moderado desarrollo en la mayoría de las EME.

Gráfico F1

Emisores de títulos de deuda domésticos¹

En porcentaje del total de deuda doméstica en circulación



¹ Instrumentos del mercado monetario, bonos y pagarés. Los agregados regionales corresponden a los países enumerados en el Cuadro Anexo 5 de la encuesta del Grupo de Trabajo. ² Suma del sector bancario, instituciones financieras no bancarias y otros emisores no residentes, según el Cuadro 2a (instrumentos del mercado monetario) y 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ³ Sector corporativo no financiero distinto de empresas cuasi-gubernamentales, según el Cuadro 2a (instrumentos del mercado monetario) y 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ⁴ Suma de emisiones del gobierno central, de entidades gubernamentales y cuasi-gubernamentales, y de instituciones oficiales no residentes, según el Cuadro 2a (instrumentos del mercado monetario) y 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo.

Fuente: encuesta del Grupo de Trabajo.

El sector público

El Gobierno central y el banco central dominan la emisión de deuda pública en los mercados emergentes⁵⁷, dado el importe relativamente escaso emitido por gobiernos estatales y municipales. Si bien algunos países han puesto en marcha procesos de descentralización del gasto público en servicios sociales e infraestructuras, al mismo tiempo deben evitar que el endeudamiento de los niveles gubernamentales inferiores socave la disciplina fiscal nacional. Importantes obstáculos, como la falta de transparencia y las deficiencias de los sistemas contables, dificultan el endeudamiento a través del mercado de las entidades públicas subordinadas al Gobierno.

Instituciones financieras

Las emisiones del sector bancario y de las instituciones financieras no bancarias representaban en 2005 el 15% de la deuda en circulación en los mercados en desarrollo, lo que representa un notable aumento desde el 10% registrado en el año 2000. Sin embargo, esta cifra continúa siendo inferior a la de los países desarrollados, donde las instituciones financieras emiten más de la mitad (el 52%) del volumen de deuda en circulación. Para muchos analistas, esta evolución resulta natural, pues el desarrollo del mercado de bonos comienza con los títulos gubernamentales, seguida de las emisiones de las instituciones financieras y, finalmente, de la deuda corporativa. Los bancos y otras instituciones financieras suelen ser más transparentes que las sociedades no financieras, pueden diversificar mejor sus riesgos y, en muchos casos, se benefician de las garantías explícitas o implícitas que ofrecen los Gobiernos.

Deuda corporativa

En la mayoría de los países en desarrollo, las empresas no obtienen suficiente crédito a largo plazo en moneda local. De hecho, la estructura del pasivo del sector privado doméstico (elevado apalancamiento, vencimientos cortos y denominación en divisas) agravó las crisis registradas en algunas EME durante los años 90 y en la actual década. Así pues, el desarrollo de mercados de deuda corporativa en moneda local podría ayudar a reducir las vulnerabilidades del sector empresarial. Con el fin de ofrecer una fuente más estable de financiamiento a largo plazo en moneda local, aunque también para estimular el crecimiento⁵⁸, numerosas economías de mercado emergentes han adoptado como objetivo prioritario el desarrollo de un sólido mercado de deuda corporativa en moneda local. Ese desarrollo podría fomentar la estabilidad financiera por diversas vías.

Posiblemente, el beneficio más importante resida en que la publicación de información detallada – requisito necesario para la emisión de deuda – induce una mejora general de la calidad de la información empresarial divulgada.

Como subrayaba un anterior reporte del Foro sobre la Estabilidad Financiera, la publicación por parte de las empresas (en sus informes y estados financieros auditados) de una información más completa sobre la composición de sus pasivos y activos financieros (sobre todo, por vencimientos y monedas) facilitaría enormemente a los agentes del mercado el monitoreo de sus riesgos (FSF (2000)). De este modo, con el apoyo de los analistas financieros y de las agencias de calificación, la emisión de deuda corporativa permitiría reforzar la estabilidad financiera al fomentar la disciplina de mercado.

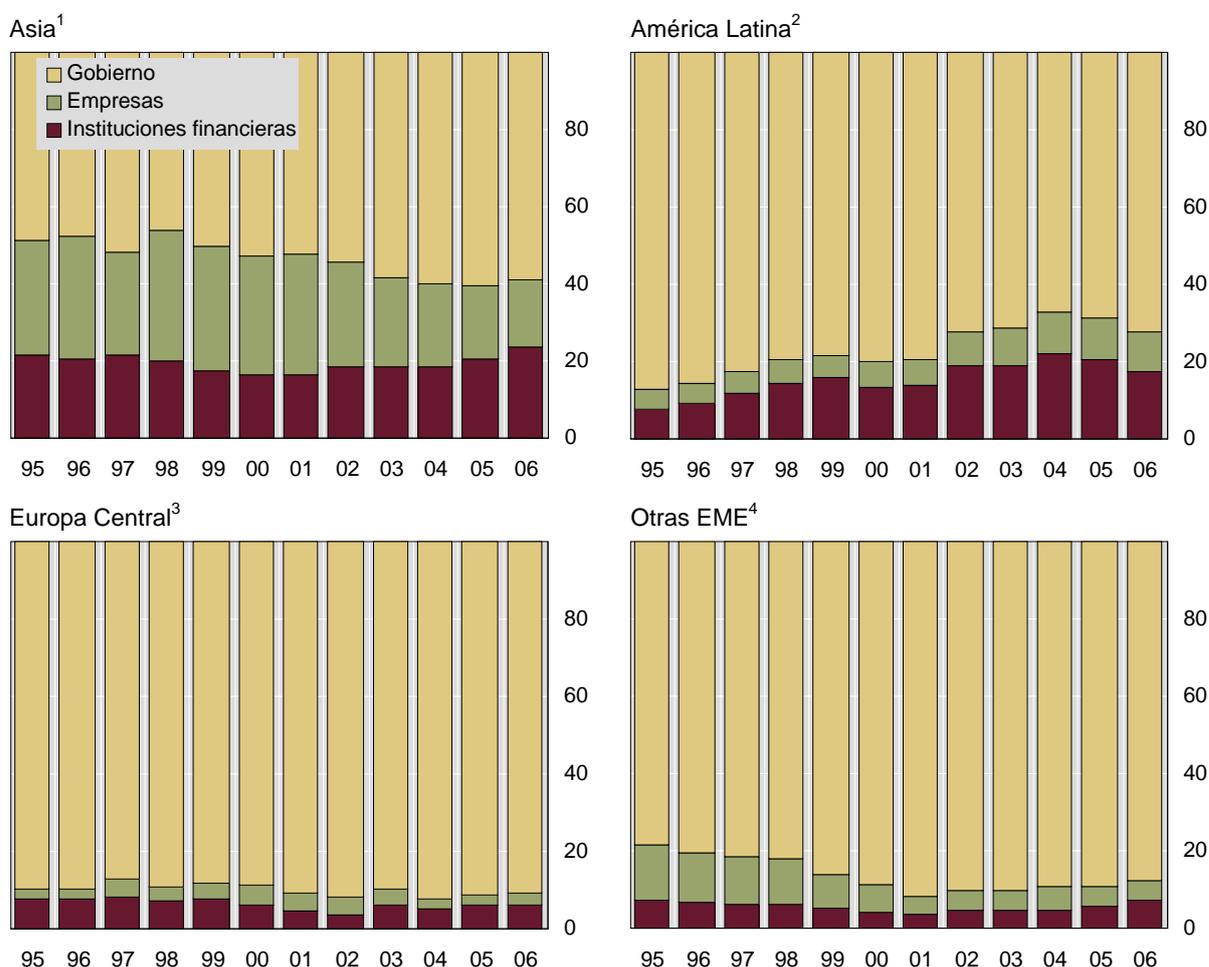
⁵⁷ Las emisiones de los bancos centrales se analizan en el Capítulo D, página 45.

⁵⁸ Existe abundante evidencia de que la ausencia de financiación a largo plazo lastra el crecimiento. Por ejemplo, Caprio et al (1998) muestran que la escasez de este tipo de financiación impidió un mayor volumen de inversión y de crecimiento en las EME.

Gráfico F2

Títulos de deuda domésticos en circulación, por emisor

En porcentaje del total de títulos de deuda domésticos en circulación



¹ China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Tailandia y Taiwan (China). ² Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. ³ Hungría, Polonia y República Checa. ⁴ Sudáfrica y Turquía.

Fuentes: datos nacionales; BPI.

Un segundo efecto beneficioso sobre la estabilidad financiera sería que los mercados de deuda corporativa podrían ampliar la gama de instrumentos de inversión, lo que puede ser especialmente importante para los inversionistas institucionales, como los fondos de inversión y de pensiones y las compañías de seguros.

En tercer lugar, los mercados de deuda corporativa pueden mejorar la evaluación del riesgo de crédito empresarial. En efecto, los rendimientos de estos títulos pueden ayudar a los bancos a valorar correctamente sus préstamos frente a una amplia gama de empresas y advertirlos sobre cambios en la solvencia del sector empresarial en su conjunto. Además, dichos mercados pueden reducir la concentración del riesgo de crédito empresarial en el sistema bancario local.

El último beneficio y quizás el más controversial es el considerar a los mercados de deuda como «neumático de repuesto», sustitutos del crédito bancario como fuente de financiamiento empresarial en épocas de debilidad de los balances de los bancos y de racionamiento del crédito bancario⁵⁹. Este canal ha tenido su importancia durante periodos de debilidad (transitoria) del sector bancario en una serie de países industriales. Sin embargo, de los talleres regionales se desprende que, hasta la fecha, este efecto ha tenido en la práctica escasa trascendencia en las economías emergentes. El motivo principal parece radicar en que, cuando los mercados de bonos corporativos son pequeños, el sector empresarial encuentra dificultades para emitir deuda cuando se produce una pérdida de confianza generalizada en la economía, tanto más en países donde la inversión en bonos está sobre todo en manos de los bancos. En los talleres se llamó la atención sobre el hecho de que, dado el papel de los bancos como inversionistas en títulos de deuda, el aumento del volumen de bonos en circulación pudiera ofrecer una falsa sensación de seguridad sobre el grado de dispersión del riesgo de crédito, ya que «un bono que no se negocia es un préstamo». Así pues, para que el canal del «neumático de repuesto» sea viable, se requiere un mayor desarrollo de los mercados de deuda corporativa y una ampliación de la base inversora más allá de las entidades bancarias.

Pese a sus beneficios potenciales, la emisión de deuda corporativa es mucho más limitada en las economías de mercado emergentes que en los países industriales. Los bonos corporativos en circulación representan un 11% de la deuda total, con un ligero descenso desde el 12% registrado en 2000, y la emisión doméstica se circunscribe a las grandes empresas locales y multinacionales. Su grado de desarrollo difiere entre las distintas regiones (véase el Gráfico F2): un 7% de la deuda total en circulación en América Latina, un 12% en las mayores economías asiáticas y sólo un 2% en Europa central. Con todo, se han identificado algunos logros, especialmente en países de Asia oriental (con un 30%), conforme se consolidaban las prácticas de buen gobierno corporativo. La expansión se ha centrado en Malasia (52%), Corea (18%) y Tailandia (25%). En el caso de Corea, su mercado de bonos corporativos depende ahora menos de las garantías bancarias (Lee y Kim (2006)), mientras en Malasia este mercado creció tras el relajamiento de barreras reguladoras y la simplificación del proceso de aprobación (véanse el Recuadro F1 e Ibrahim y Wong (2006))⁶⁰. En América Latina, Chile ha desarrollado un segmento de deuda corporativa que representa el 38% de la deuda doméstica.

⁵⁹ El símil procede de Greenspan (1999b). Este fenómeno se observó en Estados Unidos a comienzos de los años 90 y en cierta medida también pareció observarse en Hong Kong RAE a finales de esa década, cuando los bancos locales adoptaron criterios conservadores en la concesión de crédito tras el desplome de los precios de los inmuebles. Sin embargo, Hawkins (2002) encuentra escasa evidencia de que los mercados de bonos hayan desempeñado esa función en países emergentes.

⁶⁰ Véase también un análisis de los mercados asiáticos de deuda corporativa en BPI (2006a).

Recuadro F1

Los mercados de deuda corporativa en Malasia

El mercado malayo de bonos corporativos, casi inexistente a finales de la década de los 80, creció hasta alcanzar un volumen equivalente al 21% del PIB en 1997 y al 38% en 2005, hasta el punto que los títulos de deuda privada se convirtieron en la principal fuente de financiamiento del sector privado tras la crisis financiera de 1997.

Entre los factores que contribuyeron a este crecimiento se encuentran las reformas tendentes a desarrollar una eficiente curva de rendimientos de referencia para la deuda pública. No obstante, la principal explicación parece ser el notable fortalecimiento de las prácticas de buen gobierno corporativo y de divulgación de la información empresarial. Así por ejemplo, se crearon dos agencias de calificación independientes para ofrecer opiniones imparciales sobre el riesgo de incumplimiento, y el proceso de aprobación de la emisión de deuda corporativa se redujo de entre nueve y 12 meses hasta no más de 14 días.

En los talleres del Grupo de Trabajo celebrados en Asia, América Latina y Europa central se debatieron ampliamente los factores que dificultan el desarrollo de los mercados de deuda corporativa. Como se discute en el Capítulo E, la falta de una referencia líquida de deuda pública a largo plazo continúa pesando en su desarrollo en numerosos países. Incluso cuando los mercados de deuda pública gozan de liquidez, la ausencia de instrumentos para la transferencia de precios (como los *swaps*) puede obstaculizar la transmisión de dicha liquidez a los mercados de deuda corporativa.

Una importante dificultad propia de la deuda corporativa es la falta de información **fiabile** sobre los prestatarios, a menudo debido a debilidades muy arraigadas de las prácticas de gobierno corporativo⁶¹. También se mencionó a menudo la inexistencia de agencias de calificación crediticia independientes y consolidadas. Esta carencia tiende a coartar las perspectivas de emisión incluso de grandes empresas con operativa predominantemente doméstica, pues las compañías con presencia internacional suelen obtener calificaciones más elevadas. Con todo, numerosos participantes destacaron que el mero hecho de que una emisión de deuda cotice en un mercado bursátil impone mayor disciplina a las empresas y las acostumbra a publicar estados financieros fidedignos⁶². La calidad de la información financiera divulgada por el sector empresarial ha experimentado una notable mejora en las economías del oriente asiático (especialmente en Corea y Malasia) desde la crisis de 1997–98, contribuyendo en buena medida a la consolidación de sus mercados de deuda corporativa.

Un segundo obstáculo citado fue la **estrechez de la base inversora**⁶³. La regulación pública de bancos y otras instituciones financieras introduce un sesgo en las inversiones en bonos a favor de los valores públicos y en detrimento de la deuda corporativa de mayor rentabilidad.

⁶¹ Hail y Leuz (2006), tras examinar cómo afecta la eficacia del entramado jurídico y del marco regulador del mercado de valores de un país al costo de financiamiento en dicho país, concluyen que en aquellos con requisitos más estrictos de divulgación de información, normas más sólidas para la regulación del mercado de valores y mecanismos más rigurosos para el cumplimiento de la normativa, las empresas están más capacitadas para captar fondos y, por tanto, el costo de su capital es significativamente menor.

⁶² Algunos participantes manifestaron su preocupación por la mayor opacidad de la colocación privada de instrumentos de deuda, que suele preferirse porque su emisión conlleva menos tiempo y costos. Por ejemplo, las autoridades de la India han introducido restricciones para los bancos comerciales del país que desean invertir en estos productos.

⁶³ Como se señala en el Capítulo E, una encuesta entre intermediarios financieros publicada en Asian Bonds Online también revela que el principal obstáculo para la liquidez del mercado es una base inversora demasiado estrecha.

Además, el número de inversionistas institucionales es bajo y sus pujas por distintos instrumentos de deuda corporativa no siempre se caracterizan por una fuerte competencia. No obstante, esta situación podría cambiar conforme crezcan los fondos de inversionistas institucionales domésticos y la presencia de inversionistas extranjeros.

Un tercer factor limitativo es la **competencia procedente de los bancos comerciales**. Los asistentes subrayaron que los bancos cuentan hoy en día con niveles extraordinarios de liquidez en diversos países y que, en su afán por ampliar horizontes, han comprimido tanto los márgenes de sus préstamos a empresas que éstas consideran poco provechoso acudir al mercado de deuda. Sin embargo, también se apuntó que, en ciertos casos, los bancos locales impiden deliberadamente el desarrollo de un mercado de deuda corporativa o simplemente carecen de los conocimientos y destrezas necesarios en el área de banca de inversión.

Por último, un estudio de los mercados de deuda en Sudáfrica reveló que los diferenciales de los bonos soberanos son el principal determinante de los diferenciales de la deuda corporativa. Si esta circunstancia se diera en otros países, podría tener efectos adversos sobre la estabilidad financiera en situaciones donde los rendimientos de la deuda soberana no son un buen reflejo de los del sector empresarial⁶⁴.

Titularización y mercados de bonos de titularización de activos

La titularización es una operación que consiste en agrupar futuros flujos de caja o activos financieros en un fondo común de valores negociables y líquidos u obligaciones similares. Una importante ventaja de la titularización radica en que, al agrupar el riesgo idiosincrásico⁶⁵ y fomentar el reparto del mismo entre una amplia gama de inversiones e inversionistas, puede reducir los costos de financiamiento. Además, esta técnica permite a los bancos aminorar una exposición excesiva al riesgo de crédito en un determinado sector o frente a un determinado prestatario. Asimismo, la titularización puede transformar activos a largo plazo sujetos a riesgos de crédito y de liquidez (como arrendamientos, créditos hipotecarios o préstamos a pequeñas empresas) en instrumentos negociables con un riesgo de crédito notablemente inferior⁶⁶. Por tanto, la agrupación y venta de diferentes categorías de activos reduce los riesgos de crédito, de tasa de interés y de liquidez en las carteras bancarias, pudiendo mejorar el financiamiento de importantes sectores de la economía (como vivienda, pequeñas empresas e infraestructuras).

En un buen número de EME, la inexistencia de mercados de deuda a largo plazo ha limitado considerablemente el crédito hipotecario, que ha tendido a denominarse en divisas. El posterior desarrollo de los mercados de bonos en moneda local ha facilitado a los bancos la correcta valoración y cobertura de sus préstamos hipotecarios a largo plazo en moneda local. De las opiniones intercambiadas por los participantes de mercado en los tres talleres celebrados se desprende que los organismos públicos podrían, al menos en las etapas iniciales de desarrollo, implicarse en la promoción de mercados hipotecarios primarios y secundarios líquidos⁶⁷.

⁶⁴ Véase Grandes y Peter (2005).

⁶⁵ Es decir, el riesgo de oscilaciones de precios debidas a circunstancias propias de un determinado valor y no de todo el mercado. Este riesgo puede eliminarse prácticamente de una cartera mediante la diversificación.

⁶⁶ La disminución del riesgo de crédito puede conseguirse con la agrupación en fondos comunes, el uso de subordinación y la constitución de garantías.

⁶⁷ Este es el caso de México, como se reseña en el Recuadro F2. Incluso a falta de una agencia hipotecaria nacional, la creación de instituciones privadas especializadas como las empresas de titulización de valores

Recuadro F2

Titularización en Brasil y México

La titularización aún está poco extendida en el mercado financiero brasileño, donde todavía prevalecen los valores de renta fija. Con todo, la emisión de activos titularizados ha crecido desde 1.700 millones de dólares en 2004 hasta 3.900 millones en 2005, lo que demuestra la expansión de este mercado. Los responsables de este crecimiento han sido en gran medida unos vehículos de inversión conocidos como Fondos de Inversiones em Direitos Creditórios (FIDC), creados en 2001, que se estructuran como fondos de inversión de capital fijo o variable donde al menos el 50% de sus activos se invierten en determinados derechos de cobro y otros activos de renta fija. Entre las cuentas por cobrar destacan los préstamos personales con devolución deducible de la nómina, seguidos de los préstamos para la compra de vehículos, las tarjetas de crédito y las facturas del agua, gas y electricidad.

El mercado interno mexicano para activos titularizados, que echó a andar apenas en el año 2000, ya se ha convertido en el más activo de América Latina, alcanzando su emisión 5.400 millones de dólares en 2004 y 4.800 millones en 2005. Gran parte de la actividad en los últimos dos años se ha debido a operaciones de gran cuantía respaldadas por préstamos mantenidos por el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB), la agencia creada en 1999 para gestionar la deuda procedente del rescate al sector bancario. Al margen de las operaciones del IPAB, la mayoría de la actividad en el mercado mexicano ha consistido en la titularización de préstamos «puente» para el sector de la construcción e hipotecas para la adquisición de vivienda. La promoción de los mercados primario y secundario de crédito hipotecario se encomendó a la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), una institución semipública de banca de desarrollo creada en 2001 con el objetivo de ofrecer financiamiento, garantías financieras y aseguramiento hipotecario a bancos e instituciones financieras no bancarias del sector privado (Sofoles) que operan en los sectores inmobiliario e hipotecario.

Estos organismos pueden cubrir el riesgo de tasa de interés inherente a los bonos de titularización de activos (MBS), ofrecer seguros hipotecarios y constituir garantías ciertas sobre los bonos. Un sistema alternativo es el modelo alemán Pfandbrief (garantizado por hipotecas sobre bienes inmuebles), que representa el mayor segmento del mercado de deuda en Alemania. Las dos líneas de defensa de este tipo de instrumentos, a saber los procedimientos especiales de supervisión aplicados a los bancos especializados en emisiones y las estrictas reglas de administración de las garantías, unidas a otros factores, los hace sencillos y transparentes a la vez (Fritsch (2004)), propiciando su adopción en un buen número de países de Europa central. Otro importante objetivo ha sido la mejora de la liquidez en el mercado hipotecario mediante la estandarización de los MBS.

Otros activos susceptibles de titularización son los derechos de cobro procedentes de tarjetas de crédito, los préstamos personales y para la compra de vehículos, los créditos y arrendamientos con retrasos en el pago, así como los pagos a empresas de peajes y del sector de agua, gas y electricidad. Un fenómeno relativamente reciente ha sido la titularización de bienes y servicios públicos, algo que puede facilitar la desinversión del sector público en infraestructuras y a favor de inversionistas del sector privado.

inmobiliarios y los fondos de inversión en activos inmobiliarios, conforme a una regulación recientemente aprobada, también podría ser eficaz para fomentar los mercados de valores hipotecarios.

Cuadro F1

Emisión de bonos de titularización de activos¹

	Bonos de titularización de activos (ABS)				Bonos de titularización hipotecaria (MBS)			
	1998–2003 ²	2004	2005	2006	1998–2003 ²	2004	2005	2006
América Latina	1.983	7.262	2.845	7.490	42	729	740	1.268
Argentina	39	369	258	1.546	0	27	0	37
Brasil	905	1.370	905	2.977	0	0	0	5
Chile	23	204	409	175	18	45	0	0
México	1.016	5.320	1.273	2.792	24	657	740	1.225
Asia	18.702	17.820	22.789	15.876	888	6.494	7.895	4.189
China	5	0	486	3.177	0	0	362	145
Corea	18.086	15.178	16.125	11.366	247	3.909	4.458	1.833
Hong Kong RAE	38	769	0	0	363	257	436	257
India	37	527	931	97	13	0	0	0
Indonesia	6	0	1.000	0	0	0	0	0
Malasia	82	707	987	345	20	52	1.087	0
Singapur	334	220	42	193	236	1.641	1.197	1.399
Tailandia	4	0	350	75	9	0	0	272
Taiwan, China	111	419	2.868	623	0	636	355	284
Otros	156	1.800	2.975	5.943	30	0	1.287	1.907
Rusia	0	1.475	75	2.397	12	0	0	308
Sudáfrica	42	0	0	2.254	18	0	1.287	1.599
Turquía	115	325	2.900	1.293	0	0	0	0
Total	20.841	26.883	28.608	29.309	959	7.223	9.922	7.364

¹ En millones de dólares de EEUU. ² Promedio anual.

Fuente: Dealogic Bondware.

La titularización también ofrece ventajas a los inversionistas institucionales locales. Por ejemplo, la disponibilidad de activos titularizados con vencimientos largos les permite prolongar la duración de sus carteras de activos, contribuyendo a reducir los descalces entre el activo y el pasivo. En vista de estos beneficios, los gobiernos de las economías emergentes han emprendido iniciativas para fomentar la titularización.

Los bonos de titularización hipotecaria (MBS) y de titularización de activos (ABS) constituyen un segmento pequeño, pero creciente, del mercado de renta fija en numerosas economías emergentes. Según Dealogic Bondware, los volúmenes en circulación son aún escasos en comparación con los importes titularizados en los países desarrollados (véase el

Cuadro F1)⁶⁸. En la actualidad, la liquidez del mercado secundario de activos titularizados continúa siendo limitada, ya que muchos inversionistas suelen comprar títulos para mantenerlos hasta su vencimiento. La emisión de bonos de titularización hipotecaria es inexistente en muchos países y muy reducida en su conjunto. Aun así, los debates en los talleres celebrados revelaron un creciente interés en estos mercados y un potencial de crecimiento muy rápido durante los próximos años.

Recuadro F3

Bonos de titularización de activos en Corea: contribución a la estabilidad financiera

El rápido desarrollo del mercado de bonos de titularización de activos (ABS) en Corea se ha asociado a las tensiones registradas en determinados segmentos del sistema financiero y ha contribuido en la práctica a neutralizar serias amenazas sobre la estabilidad financiera.

El desarrollo del mercado coreano de ABS puede dividirse en dos periodos, en función del sector que lanzó la iniciativa. El primer periodo abarca desde 1999 a 2001, con predominio de los programas liderados por el sector público con el fin de facilitar la reestructuración tanto del sector financiero como del empresarial tras la crisis financiera. En ausencia de tales programas, la situación podría haberse agravado y amenazado al conjunto del sistema financiero doméstico.

Durante esos episodios de tensión, las emisiones de ABS tuvieron por objetivo lograr la renovación de la deuda corporativa a punto de vencer emitida por sociedades de baja calificación crediticia, incluidas pequeñas y medianas empresas (PYME), y la reestructuración de créditos dudosos a empresas concedidos por bancos que sufrieron retiradas masivas de depósitos. Durante 2000–01, la emisión de ABS superó a la de bonos del tesoro coreano (KTB). Las modalidades de ABS más populares fueron los bonos de titularización de obligaciones (CBO), que incluían bonos emitidos por empresas de baja calificación, y los bonos de titularización de préstamos bancarios (CLO), compuestos de préstamos a sociedades de baja calificación.

En el segundo periodo (2002–05), el segmento de ABS se desarrolló por iniciativa del mercado al objeto de satisfacer las demandas de financiamiento de las empresas, superando los 170 billones de won coreanos a finales de 2005, si bien la emisión anual de ABS descendió durante dicho periodo. La gama de activos subyacentes se amplió para incluir derechos de cobro procedentes de tarjetas de crédito, préstamos para la compra de automóviles, préstamos hipotecarios¹, préstamos a estudiantes y otras muchas modalidades crediticias. Los recientes auges del sector inmobiliario propiciaron la emisión de ABS garantizados mediante préstamos para el financiamiento de proyectos por importe de 5 billones de won coreanos, un 20% de la emisión total de ABS en 2005.

El mercado de ABS en Corea ha sido esencial para la consolidación de la estabilidad financiera durante episodios de tensión en los mercados financieros. Al mismo tiempo, la emisión de ABS se ha convertido en un instrumento de financiamiento viable para la deuda del sector privado y ha contribuido a afianzar la infraestructura del mercado local de bonos. Por ejemplo, la emisión de diversos tramos de ABS con diferentes plazos de vencimiento ha ampliado la base inversora al atraer a inversionistas particulares, al tiempo que ha mejorado la valoración de los bonos a lo largo de toda una gama de vencimientos. Las previsiones apuntan al continuo desarrollo del mercado, con nuevas iniciativas que faciliten la titularización de préstamos a las PYME.

¹ La creación de la Korea Housing Finance Company (KoMoCo) en marzo de 2004 consolidó plenamente el mercado de MBS.

⁶⁸ Las cifras del Cuadro F1 se basan en datos de Dealogic Bondware, por lo que dependen de los criterios del proveedor de datos a la hora de definir estos bonos y por tanto podrían no coincidir con los datos oficiales.

En América Latina, la proporción de activos titularizados dentro del mercado de renta fija doméstico representa únicamente el 3,5% (en torno a 37.000 millones de dólares), aproximadamente una décima parte de la proporción existente en Estados Unidos (véase la evolución de Brasil y México en el Recuadro F2). En Asia, el origen de la titularización a menudo se asoció a la crisis asiática y a la reestructuración de créditos con atrasos en el pago. Especial mención merece la evolución de Corea, el principal mercado asiático, donde las iniciativas lideradas por el sector público dieron paso a los actuales mecanismos basados en el mercado. El Recuadro F3 ilustra la contribución del mercado coreano de ABS a la estabilidad financiera en épocas de tensión. En el conjunto de Asia, la titularización de préstamos al consumo e hipotecarios supera ya a la titularización del crédito a empresas.

El fomento de la titularización de préstamos a pequeñas y medianas empresas suscita cierto interés, como puso de relieve especialmente en el taller celebrado en Asia. Una reciente y exitosa operación de este tipo en Singapur necesitó la considerable participación del Gobierno, quien compró el tramo de mayor riesgo (*equity tranche*) de la operación (véase el Recuadro F4).

Recuadro F4

Los ABS y las PYME en Singapur

En Singapur, los productos estructurados han dominado el mercado de deuda en moneda local, alcanzando en 2005 un 52% de su volumen total. La gama de productos estructurados incluye bonos de titularización de activos (ABS), bonos de titularización con vínculos crediticios (*credit-linked notes*), bonos de titularización de deuda (CDO) y bonos vinculados a acciones (*equity-linked notes*). Esta diversidad de instrumentos indica una creciente sofisticación y preferencia por el riesgo de los inversionistas locales, algo necesario para que el mercado de deuda adquiera amplitud. En este sentido, destaca el gran éxito del SME ACCESS Loan Scheme, un programa gubernamental que ayuda a las PYME a captar fuentes de financiación alternativas a los préstamos bancarios y que agrupa los préstamos a las PYME en fondos comunes de ABS para ser después vendidos a inversionistas. En abril de 2006, la cartera de activos de este programa ascendía a 100 millones de dólares de Singapur, ofreciendo financiación a más de 400 PYME.

El ritmo de desarrollo de la titularización depende de la liquidez del sistema bancario y del crecimiento del número de inversionistas institucionales. Los bancos con exceso de liquidez no tendrán incentivos para vender sus activos y, sin inversionistas institucionales, los productos titularizados no encontrarán mercados profundos. Los requisitos institucionales para la titularización son bien conocidos. Por ejemplo, el marco jurídico debe permitir la verdadera venta de activos y la salvaguardia de éstos en caso de insolvencia del originador. Uno de los obstáculos con los que se ha encontrado la titularización ha sido la ausencia del concepto jurídico de *trust* en países con tradición legal distinta de la anglosajona.

En este sentido, es esencial que la regulación contemple adecuadamente los activos titularizados, incluyendo el tratamiento del capital para impedir el arbitraje regulador entre el originador y el comprador. Asimismo, el régimen tributario debe ser neutral (es decir, el traspaso de activos no debe estar sujeto a gravamen).

Debido quizás a lo exigente de estos requisitos, el financiamiento estructurado aún se halla en fase de desarrollo en la mayoría de las EME. Así ocurre en América Latina, donde los bancos comerciales han solido dominar la intermediación, pero ahora diversos factores han permitido la expansión de la financiación estructurada, por ejemplo la presión sobre los bancos para mejorar los rendimientos sobre sus activos, la introducción de marcos jurídicos y procedimientos de quiebra mejor adaptados, el repunte de la demanda de vivienda e inmuebles comerciales de oficinas, así como la necesidad de los inversionistas institucionales de activos de mayor calidad.

G. La base inversora doméstica

La diversidad de la base inversora influye bastante en la eficiencia de la transmisión de información sobre los precios y en la estabilidad y liquidez de los mercados de deuda. Por ello, la encuesta realizada por el Grupo de Trabajo y sus extensos debates con los participantes del sector privado intentaron identificar la estructura de propiedad en los mercados de deuda locales, con especial atención a las diferencias con respecto a los países industriales. En este sentido, una diferencia notable radica en que la proporción de instrumentos de deuda en manos de los bancos es mucho mayor en las EME, mientras que la de otras instituciones financieras es mucho menor. La estrechez de la base inversora doméstica se debe en parte a los mercados cautivos y otras distorsiones similares.

En los tres talleres regionales celebrados, la estrechez de la base inversora doméstica fue un tema recurrente. Diversos participantes señalaron que las restricciones a la inversión de las empresas en activos de alto riesgo generaban distorsiones en los mercados. Asimismo, la exigencia de rendimientos mínimos a los fondos de pensiones en ciertos países limitaba su predisposición a invertir en deuda corporativa.

Según el cuestionario del Grupo de Trabajo, el 94% de los instrumentos de deuda de las EME se encuentra en manos de inversionistas domésticos (véase el Cuadro G1)⁶⁹. No obstante, un examen de los cinco últimos años revela algunos cambios en la base inversora doméstica de la deuda soberana de mercados emergentes. Los bancos continúan siendo los principales inversionistas domésticos en deuda soberana en moneda local, con un 42% de la deuda doméstica total en 2005. Esta proporción ha crecido notablemente y en la actualidad casi cuadruplica el porcentaje medio observado en los países industriales. Aunque el peso de las carteras bancarias sigue siendo elevado, también ha venido creciendo la participación de otros inversionistas institucionales. En este sentido, la participación conjunta de las instituciones financieras no bancarias (inversionistas institucionales) de los países encuestados aumentó desde un 29% en 2000 hasta un 38% en 2005.

Carteras bancarias

Los bancos comerciales poseen carteras particularmente abultadas de valores del Gobierno y del banco central en Argentina (47%), Turquía (39%), la India (34%), Venezuela (34%), Indonesia (32%), Filipinas (24%) y Colombia (20%).

El incremento de las carteras de títulos gubernamentales se explica por factores tanto de oferta como de demanda. Por el lado de la demanda, las empresas no financieras adoptaron prácticas de financiamiento más prudentes tras la crisis de finales de los 90, incluida una notable disminución del apalancamiento de sus balances. Desde entonces, la inversión empresarial se ha mantenido reducida, en vista de los excesos inversores previos. Se acometieron iniciativas para reducir la dependencia de la deuda y mejorar la generación de flujos de caja internos, con el consiguiente descenso de la demanda de préstamos bancarios. La mayor aversión al riesgo por parte de los bancos después de la crisis fue otro factor igualmente importante; así, la escasa ponderación del riesgo de la deuda pública en moneda local para efectos del cálculo del capital regulador podría haber alentado su demanda por parte de bancos mal capitalizados, al ser aquella preferible a la concesión de

⁶⁹ No obstante, las estadísticas de la deuda directamente en manos de no residentes infravaloran considerablemente sus verdaderas tenencias, ya que éstos suelen invertir en los mercados de deuda en moneda local a través de los mercados de derivados (véase el Capítulo H).

préstamos a empresas con una ponderación por riesgo del 100%. Otro factor coadyuvante fue la recapitalización con valores públicos de entidades bancarias en Indonesia, Corea y Turquía. En América Latina, la mayor demanda de valores del gobierno indexados al dólar, utilizados como protección frente al riesgo cambiario, contribuyó en ocasiones a esta tendencia, especialmente en aquellos países con sustanciales niveles de depósitos bancarios en dólares.

Cuadro G1
Tenedores de títulos de deuda domésticos¹
 En porcentaje del total de títulos de deuda en circulación

	2000				2005			
	Bancos	Otros financieros	Otros residentes	No residentes	Bancos	Otros financieros	Otros residentes	No residentes
América Latina	27	32	30	1	28	47	13	2
Asia, mayores economías	31	18	7	0	51	38	10	0
Asia, otros	17	33	2	0	18	35	14	3
Europa central	39	14	32	15	31	34	10	20
Rusia	...	...	...	...	...	...	...	3
Otros	21	60	16	3	33	32	30	5
Total EME	28	29	14	1	42	38	14	2
Hong Kong	...	...	...	...	...	...	...	...
Singapur	...	...	...	...	44	11	12	13
Países industriales²	13	46	18	22	11	46	17	26

Nota: El Cuadro Anexo 9 de la encuesta del Grupo de Trabajo contiene las definiciones y desgloses de este cuadro.

¹ Incluye bonos, pagarés e instrumentos del mercado monetario. Los totales regionales se basan en los países del Cuadro Anexo 9. El coeficiente se obtiene a partir de los tenedores de títulos del Gobierno central y de todos los demás emisores del Cuadro 4a (instrumentos del mercado monetario) y 4b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. Los totales no suman el 100% debido a la existencia de «tenedores no asignados» para algunos países. ² Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuente: encuesta del Grupo de Trabajo.

Por el lado de la oferta, los principales factores fueron el intenso endeudamiento público en países con elevados déficits fiscales, el cambio en la composición de la deuda en detrimento de la financiación externa en divisas, los esfuerzos concertados tendentes al desarrollo del mercado de deuda doméstica y las operaciones de intervención esterilizada por el banco central.

Cuadro G2

Tenencias de títulos del Gobierno y del banco central por los bancos comerciales

En porcentaje de activos totales de los bancos

	Promedio anual		
	1994–96	1999–2001	2004–06 (último mes)
América Latina			
Argentina	15,2	17,7	46,6
Chile	16,1	13,1	9,3 ³
Colombia ⁵	1,1 ⁶	6,5	19,9 ⁷
México ²	0,9	0,7	7,0
Perú	...	1,2	10,0
Venezuela	33,0	19,0	34,0
Asia			
China			10,3
Corea	5,3	7,2	8,4 ⁹
Filipinas	...	26,0	23,8
Hong Kong RAE	2,4	4,2	4,8
India ¹⁰	27,1	30,8	34,2
Indonesia	9,6	38,1	31,6
Malasia	3,7	3,5	2,9
Singapur	6,9	10,2	10,7 ⁴
Tailandia ³	0,8	4,3	6,5
Europa central			
República Checa	...	3,8	11,4 ¹
Hungría	22,6	14,3	8,0
Polonia	28,0 ⁸	17,2	18,8
Israel	13,5	9,1	11,9
Arabia Saudita	21,5	26,0	19,0
Sudáfrica	6,1	6,1	5,6
Turquía	10,0	20,0	39,0

¹ Último mes, junio de 2006. ² No incluye los títulos FOBAPROA IPAB. ³ Hasta abril de 2006. ⁴ Hasta junio de 2006. ⁵ Cantidades en circulación a final de año frente a activos totales de los bancos comerciales. ⁶ Datos disponibles solo para diciembre de 1996. ⁷ Hasta junio de 2006. ⁸ Finales de diciembre de 1996. ⁹ A junio de 2006. ¹⁰ Todos los datos corresponden a finales de marzo del correspondiente año.

Fuente: encuesta del Grupo de Trabajo.

En numerosos países, las carteras de deuda pública constituyen ahora una proporción de los activos totales muy superior a la del pasado (véase el Cuadro G2), algo que podría entenderse como una respuesta óptima de los bancos a los cambios reseñados en la oferta y la demanda.

Con todo, las abultadas carteras bancarias de títulos de deuda pública podrían tener diversas repercusiones sobre el sistema financiero, como un posible aumento del riesgo de tasa de interés⁷⁰. Una simple prueba de tensión aplicada a las carteras de valores públicos del sistema financiero colombiano muestra que un aumento paralelo de 100 puntos básicos de la curva de Títulos de Tesorería (TES) al contado podría ocasionar una caída en las ganancias de las entidades de crédito cercana al 17%. Durante 2003–04, el Banco de la Reserva de la India se inquietó por el impacto que la subida de los rendimientos de los bonos podría tener para los balances bancarios⁷¹. Un volumen de deuda pública elevado o creciente podría incluso afectar a la prima de riesgo de la deuda soberana⁷². En casos extremos donde las pérdidas en las carteras bancarias de deuda pública volatilizan una importante proporción del capital del sistema bancario, el banco central podría ver cercenada su capacidad para elevar las tasas de interés.

Una segunda implicación es que el aliciente de obtener ganancias fáciles al acumular deuda pública mientras caen las tasas de interés podría inducir excesiva complacencia en los equipos directivos de las entidades bancarias, además de reticencias para mejorar la eficiencia o la gestión del riesgo del crédito concedido al sector privado⁷³.

Una tercera consecuencia es la mayor necesidad de reforzar la gestión del riesgo en el sistema bancario. El desarrollo de los mercados de deuda está favoreciendo que las oscilaciones de precios en los mercados financieros puedan tener importantes repercusiones para los bancos. Los cambios en la estructura del activo y el pasivo de los balances bancarios exigen modificar las prácticas de gestión del riesgo, con posibles implicaciones para la estabilidad financiera. Por el lado del pasivo, los resultados cuantitativos del cuestionario revelan una mayor captación de fondos en el mercado monetario (véase el Cuadro Anexo 4A: Estructura de los instrumentos del mercado monetario en circulación). Este desplazamiento hacia la financiación en el mercado de capitales implica que la intermediación financiera tiene lugar a tasas de interés cada vez más competitivas, exponiendo a los intermediarios a un riesgo de mercado más elevado que en el pasado.

Por su parte, la gestión del riesgo de mercado se ha complicado, pudiendo ser especialmente compleja en mercados ilíquidos. Una perturbación que afectase a los principales bancos podría producir una concentración de ventas masivas capaz de desestabilizar el mercado. Así pues, la necesidad de hacer frente a nuevas fuentes de riesgo ha obligado a las instituciones financieras a perfeccionar sus sistemas de gestión del riesgo. En los 10 últimos años, los bancos han avanzado en este ámbito (por ejemplo,

⁷⁰ No obstante, en el pasado, los préstamos a empresas solían exponer a los bancos al riesgo de tasa de interés, ya sea directamente en el caso de los préstamos a largo plazo, o bien indirectamente cuando las subidas de las tasas de interés elevaban el riesgo de crédito. Esta situación entraña un peligro mucho mayor, puesto que en una cartera de préstamos el riesgo de tasa de interés no puede eliminarse tan rápidamente como en una cartera de títulos de deuda pública.

⁷¹ Véase Reserve Bank of India (2004).

⁷² Otro riesgo surge cuando los bancos mantienen principalmente deuda pública **a corto plazo** (debido, por ejemplo, a operaciones de esterilización), ya que la liquidez del sistema bancario podría poner en dificultades a las autoridades económicas.

⁷³ Este aspecto se discute en BPI (2006b).

mediante la creación de unidades especializadas de gestión del riesgo y una mayor vigilancia de los miembros del Consejo de Administración). Se han introducido cambios en los métodos de valuación, incluidas la valoración a precios de mercado y la contabilidad a valor razonable, y se ha progresado en la cuantificación de diversos riesgos mediante la utilización de cálculos VaR y de pruebas de tensión centradas en los riesgos de mercado⁷⁴.

Cuadro G3
Activos de inversionistas institucionales en 2003
En miles de millones de dólares de EEUU

	Compañías de seguros¹	Fondos de pensiones²	Fondos de inversión	Total	Pro memoria: total en % del PIB
África					
Sudáfrica	95,9	57,3	34,5	187,7	112,9
Asia					
Corea	149,0	95,1	121,7	365,8	60,1
Filipinas	3,2	3,1	0,8	7,1	8,9
Malasia	20,1	58,5	18,4	96,9	93,2
Singapur	33,6	56,5	11,8	101,9	109,9
Tailandia	11,9	7,2	12,0	31,0	21,7
Europa					
Hungría	4,2	4,4	3,9	12,6	15,1
Polonia	14,1	11,5	8,6	34,1	15,8
Turquía	5,5	0,2	14,2	19,9	8,3
América Latina					
Argentina	5,4	16,1	1,9	23,4	18,3
Brasil	25,3	64,4	171,6	261,3	51,7
Chile	12,7	49,7	8,6	70,9	96,2
Colombia	0,6	7,1	...	...	...
México	11,5	37,2	32,0	80,7	12,6
Perú	1,7	6,3	...	...	...

¹ Cifras de 2002 para Filipinas. ² Cifras de 2002 para Singapur y de 2004 para Turquía. Para Corea, incluye fondos de reserva para pensiones.

Fuentes: IADB, *Economic and Social Progress in Latin America, 2007*; IMF *Global Financial Stability Report*, septiembre 2005; OCDE; CEIC; Investment Company Institute.

⁷⁴ Véase Moreno (2006).

La encuesta del Grupo de Trabajo reveló que la capacidad para gestionar el riesgo difiere notablemente entre países. Las economías más desarrolladas (por ejemplo, Hong Kong RAE, Corea y Singapur) o en las que más ha crecido la participación de la banca extranjera (México, Chile y Europa central) parecen haberse beneficiado de la transición hacia sistemas de gestión del riesgo más avanzados. Pero incluso en algunos de estos países, las deficiencias tanto en la infraestructura financiera local como en los mercados podrían haber impedido la plena aplicación o funcionamiento de estos sistemas. Diversos participantes en la encuesta del Grupo de Trabajo llamaron la atención sobre problemas como la insuficiencia de conocimientos y destrezas sobre gestión del riesgo en el sector financiero, la escasez de instrumentos y la falta de una adecuada infraestructura de compensación y liquidación.

Las iniciativas de las autoridades reguladoras también han influido en el desarrollo de las capacidades de gestión del riesgo. Los supervisores se han visto obligados a abandonar sus enfoques estáticos basados en reglas para adoptar planteamientos de índole más cuantitativa y sensibles al riesgo. La mayoría de los países prevén la adopción de Basilea II⁷⁵, si bien muchos de ellos permanecerán con el método estándar durante algún tiempo⁷⁶.

Instituciones financieras no bancarias

En la mayoría de los países en desarrollo, el sistema financiero ha ido extendiéndose gradualmente más allá de las instituciones bancarias tradicionales para incluir compañías de seguros, fondos de pensiones y de inversión y otros proveedores de servicios financieros. Estas instituciones financieras no bancarias prestan servicios que no se ajustan necesariamente a las características de los bancos, compiten con éstos y se especializan en sectores o grupos concretos. Los inversionistas institucionales domésticos resultan muy beneficiosos, al dotar de profundidad y liquidez al mercado de bonos en moneda local. Sus diferentes objetivos y estrategias de inversión hacen que sus perspectivas inversoras sean heterogéneas, pudiendo responder de forma muy distinta ante las perturbaciones. Los datos del Cuadro G1 indican que las instituciones financieras no bancarias poseen un 38% de las tenencias de deuda doméstica, y en algunos mercados, los fondos de pensiones y de inversión son los segundos mayores inversionistas.

Sin embargo, conforme ilustra el Cuadro G3, sólo en un reducido grupo de países (incluidos Brasil, Chile, Corea, Malasia, Sudáfrica y Singapur) las iniciativas para el desarrollo de instituciones financieras no bancarias consiguieron elevar la oferta de capital a largo plazo. Los extensos estudios sectoriales realizados en el ámbito del Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF)⁷⁷ revelan que numerosos países en desarrollo carecen de un marco de políticas coherente y de una regulación eficaz que fomenten el desarrollo de las instituciones financieras no bancarias. Las deficiencias que suelen identificar muchos PESF se encuentran en las áreas de regulación, cumplimiento de la normativa, competencia, tributación, capacidades y educación del inversionista⁷⁸.

⁷⁵ Según el Instituto para la Estabilidad Financiera (FIS, 2006), 82 de las 98 entidades encuestadas ajenas al Comité de Basilea, muchas de las cuales proceden de economías de mercado emergentes, tienen previsto adoptar Basilea II. Esta proporción es casi del 100% entre los encuestados en Asia, América Latina y Europa.

⁷⁶ El Instituto para la Estabilidad Financiera (FSI, 2006) indica que, para 2008, 59 países habrán adoptado el método estándar para el riesgo de crédito (el que más se asemeja a Basilea I) y 32 habrán adoptado la modalidad básica del método basado en calificaciones internas. Entre 2010 y 2015, las cifras serán 70 y 55, respectivamente.

⁷⁷ El PESF, una iniciativa conjunta del FMI y del Banco Mundial puesta en marcha en mayo de 1999, pretende hacer más eficaces las medidas para promover la solidez de los sistemas financieros.

⁷⁸ Véanse, por ejemplo, Banco Mundial (2006a y 2006c) y Das y Quintyn (2002).

Fondos de pensiones

La importancia de los fondos de pensiones ha venido creciendo en los mercados emergentes, cuya evolución de la última década se muestra en el Cuadro Anexo 13. Se observan, sin embargo, importantes lagunas. En los países desarrollados, los activos de los fondos de pensiones superan el 67% del PIB, mientras que en los mercados emergentes son mucho más modestos. Según el Banco Mundial (2006b), las reformas de los sistemas de pensiones suelen contribuir a la sostenibilidad fiscal, aunque en muchos países con sistemas basados en varios pilares, su diversificación es escasa y apenas se han concretado los objetivos secundarios del principio de capitalización: fomento del ahorro y desarrollo de los mercados de capitales. Así pues, los activos totales de los fondos de pensiones residentes únicamente superan el 20% del PIB en unas pocas EME: Chile (64,6%), Malasia (53,6%) y Corea (25,1%).

Dado que los fondos de pensiones necesitan mantener deuda a largo plazo ajustada a sus pagos de rentas vitalicias, numerosos analistas consideran la expansión de los fondos de pensiones como un factor clave en el desarrollo de los mercados de deuda a largo plazo en moneda local. De hecho, los fondos de pensiones y el mercado de bonos han mostrado un desarrollo paralelo en Chile, país que en 1981 implantó un sistema de pensiones basado en el principio de capitalización⁷⁹.

Existe, sin embargo, la tentación de forzar a los inversionistas institucionales locales a mantener una proporción demasiado elevada de sus activos en deuda pública doméstica, con lo que el precio de las nuevas emisiones podría no reflejar correctamente las condiciones del mercado y un alto porcentaje de los títulos no se negociaría posteriormente en los mercados secundarios. En tal caso, ese mercado «cautivo» operaría **en detrimento** de la creación de un auténtico mercado y mantendría alejados a otros inversionistas.

En la práctica, con la notable excepción de Chile y Malasia, las carteras de los fondos de pensiones en la mayoría de las EME se componen principalmente de deuda pública (véase el Gráfico G1), mientras que en los países industriales (como Japón y el Reino Unido), esta proporción es mucho menor⁸⁰. Imponer a los inversionistas institucionales la adquisición de valores domésticos, con la esperanza de profundizar los mercados financieros locales y limitar su inversión en valores extranjeros, puede resultar nocivo para la estabilidad financiera. En primer lugar, los países pequeños suelen necesitar diversificarse más que los grandes y por ende invertir en valores extranjeros. Cuando los inversionistas institucionales mantienen una elevada proporción de sus activos en el exterior (en moneda extranjera), se amortiguan las perturbaciones locales o regionales y la volatilidad de los tipos de cambio (véase Kotlikoff (1999)). Además, la adquisición por parte de los fondos de pensiones de crecientes proporciones de valores de mercados domésticos pequeños puede crear importantes distorsiones en el funcionamiento de los mercados locales⁸¹.

⁷⁹ Cifuentes et al (2002) señalan que las inversiones de los fondos de pensiones en el mercado chileno de deuda local continuaron aumentando durante un reciente periodo de retirada de otros inversionistas, un hecho que sugiere que estos fondos aportan estabilidad al mercado. Con todo, los autores también subrayan la importancia de contar con una base inversora amplia con importante participación de otros inversionistas institucionales, algo que podría no ser fácil. Los autores indican que, en el conjunto de inversionistas institucionales chilenos, los fondos de pensiones acaparaban un virtual monopolio de la deuda pública, dado el reducido tamaño de los fondos de inversión. Numerosos mercados emergentes suelen adolecer de este problema.

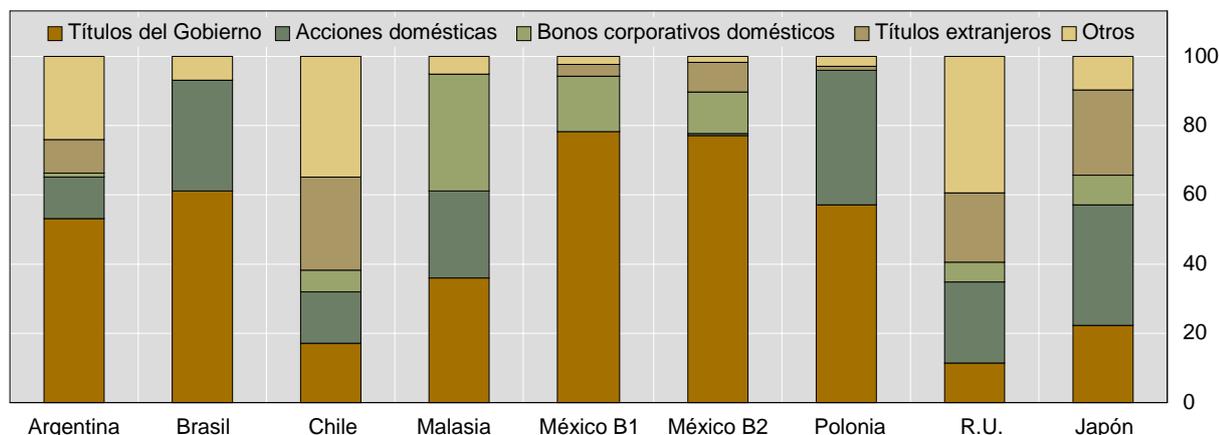
⁸⁰ Las estrategias de los inversionistas institucionales se analizan en CGFS (2007), donde se subrayan los efectos de mejora de la estabilidad que produce la diversificación internacional.

⁸¹ Véase en Cifuentes et al (2002) un análisis de este problema en Chile, donde las autoridades permitieron a los fondos de pensiones invertir una proporción creciente de sus activos en el exterior, algo que puede no ser muy eficaz si los inversionistas consideran que los activos domésticos se encuentran infravalorados.

Gráfico G1

Asignación de activos por los sistemas de pensiones capitalizados

Porcentaje de activos financieros administrados



Nota: los datos corresponden a: Argentina, mayo 2006; Brasil, marzo 2006; Chile, diciembre 2005; Malasia, diciembre 2005; México, septiembre 2006; Polonia, julio 2006; Reino Unido, 2004 y Japón, diciembre 2005. Para Brasil, la categoría de títulos del Gobierno incluye todas las tenencias de renta fija. El sistema Afores de México ofrece dos fondos de pensiones: «Básica 1» (México B1) y «Básica 2» (México B2). El «Básica 1» sigue una filosofía de inversión más conservadora que el «Básica 2». Casi el 90% de los activos del sistema Afores se invierte en el fondo «Básica 2».

Fuentes: estimaciones de Credit Suisse; BPI.

Inversionistas minoristas y fondos de inversión

La participación directa de los inversionistas minoristas en los mercados emergentes no es igual en todos los países, pues en unos crece mientras en otros retrocede. En Asia, los inversionistas domésticos parecen tener un apetito limitado por la deuda local, especialmente la emitida por pequeñas y medianas empresas. Resulta difícil obtener financiamiento de inversionistas minoristas para los mercados de deuda locales, pero puede hacerse a través de fondos de inversión, ya que los particulares constituyen el grueso de los inversionistas en este sector. Aunque el sector de los fondos de inversión está creciendo en los países en desarrollo, aún está muy por debajo de los niveles registrados en mercados más maduros, como en Estados Unidos, donde el 48 por ciento de los hogares posee participaciones en dichos fondos. Para aprovechar al máximo el potencial de este sector, los particulares deben mejorar su conocimiento del mismo y entender bien la dinámica de los mercados de capitales en general. Así pues, la educación de los inversionistas debe ser un elemento importante de las políticas y estrategias para el desarrollo de los mercados de capitales y del sector de fondos de inversión.

Puesto que los fondos de inversión suelen gestionarse de forma activa, éstos son sensibles a las variaciones a corto plazo de las tasas de interés, pudiendo actuar como contrapeso a los inversionistas que compran valores para mantenerlos. La muestra de países estudiada por el Grupo de Trabajo revela que, en las economías emergentes, este sector aún se encuentra en una etapa inicial de desarrollo. El Cuadro G5 muestra la evolución del tamaño de este sector en Asia entre los años 2000 y 2005. En él se observa que los fondos de inversión se han desarrollado en numerosos países, incluidos China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, la India, Singapur y Taiwan (China), mientras que en América Latina sólo lo ha hecho en Brasil, con activos gestionados por valor de 303.000 millones de dólares (véase el Cuadro G4).

Cuadro G4

Activos netos de fondos de inversión

En miles de millones de dólares de EEUU, a finales de año

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
América Latina	128,5	148,3	180,0	190,3	137,0	216,8	271,7	368,6
Argentina	6,9	7,0	7,4	3,8	1,0	1,9	2,4	3,6
Brasil	118,7	117,8	148,5	148,2	96,7	171,6	220,6	302,9
Chile	2,9	4,1	4,6	5,1	6,7	8,6	12,6	14,0
Costa Rica	...	...	0,9	1,6	1,7	2,8	1,1	0,8
México	...	19,5	18,5	31,7	30,8	32,0	35,2	47,3
Europa central	2,6	4,1	5,7	7,3	19,2	32,7	43,5	56,4
Eslovaquia	...	...	...	...	...	1,1	2,2	3,0
Hungría	1,5	1,7	2,0	2,3	4,0	3,9	5,0	6,1
Polonia	0,5	0,8	1,5	3,0	5,5	8,6	12,0	17,7
República Checa	0,6	1,5	2,0	1,8	3,3	4,1	4,9	5,3
Rumania	...	...	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Rusia	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4	0,9	1,3	2,4
Turquía	...	...	...	...	6,0	14,2	18,1	21,7
Asia-Pacífico	173,7	180,4	124,2	134,9	170,4	152,3	211,2	241,0
Corea	165,0	167,2	110,6	119,4	149,5	121,7	177,4	199,0
Filipinas	...	0,1	0,1	0,2	0,5	0,8	1,0	1,4
India	8,7	13,1	13,5	15,3	20,4	29,8	32,8	40,5
África	12,2	18,2	16,9	14,6	21,0	34,5	54,0	65,6
Sudáfrica	12,2	18,2	16,9	14,6	21,0	34,5	54,0	65,6
Total	317,0	351,0	326,8	347,1	347,5	436,2	580,5	731,5
<i>Pro memoria: países de-sarrollados¹</i>	<i>7.672,7</i>	<i>9.523,5</i>	<i>9.618,1</i>	<i>9.410,5</i>	<i>8.889,0</i>	<i>10.788,2</i>	<i>12.153,0</i>	<i>13.349,6</i>

Nota: los datos incluyen fondos domiciliados en el país, excepto para Hong Kong RAE y Corea, para los que se incluyen fondos domiciliados en el país y en el extranjero.

¹ Alemania, Australia, Canadá, Estados Unidos, Francia, Hong Kong RAE, Japón, Reino Unido y Suiza.

Fuentes: Investment Company Institute; European Fund and Asset Management Association; otras asociaciones nacionales de fondos de inversión; BPI.

Cuadro G5

Activos netos de fondos de inversión administrados en Asia, por tipo

En miles de millones de dólares de EEUU, a finales de año

	2000			2004			2005		
	Todos los fondos ¹	Fondos de renta fija ²	Todos los fondos en % del PIB	Todos los fondos ¹	Fondos de renta fija ²	Todos los fondos en % del PIB	Todos los fondos ¹	Fondos de renta fija ²	Todos los fondos en % del PIB
China	10,3	...	0,9	39,2	10,4	2,0	58,1	28,1	2,6
Corea	110,6	...	21,6	179,6	129,6	26,4	198,8	124,5	25,2
Filipinas	0,1	...	0,1	0,9	0,9	1,0	1,4	1,3	1,4
Hong Kong RAE ³	311,5	60,3	184,6	551,2	207	332,4	667,5	240	375,6
India	13,5	...	2,9	34,8	24,7	5,2	44,3	26,2	5,7
Singapur	4,8	...	5,2	12,2	2	11,3	13,4	2,6	11,5
Taiwan (China) ⁴	32,1	...	10,0	77,5	59,3	24,0	59,8	40,6	17,3
Total	482,9	...	17,1	895,4	433,9	22,6	1043,3	463,3	23,0

¹ Fondos de inversión en acciones, en bonos, equilibrados y del mercado monetario. ² Fondos de inversión en bonos y del mercado monetario. ³ "Todos los fondos" incluye fondos de inversión en acciones, en bonos, del mercado monetario, diversificados, índice, garantizados, de cobertura, fondos de fondos y otros fondos especializados. ⁴ "Todos los fondos" incluye fondos de inversión en acciones, en bonos, del mercado monetario, equilibrados, cotizados en bolsa, índice, garantizados, de titularización inmobiliaria (REITs) y fondos de fondos.

Fuentes: 11th Asia Oceania Regional Meeting, Members' Report; Hong Kong Investment Funds Association; Investment Company Institute; BPI.

Los fondos de inversión en renta fija son de tamaño considerable en Hong Kong RAE y Corea (véase el Cuadro G5). En este último país, el 62,6% de los activos totales de estos fondos (el 15,8% del PIB) se encuentra invertido en renta fija. El volumen de estos fondos creció desde 68.700 millones de dólares en 1997 hasta 124.500 millones en 2005, en paralelo al desarrollo del mercado de deuda del país.

En el resto de mercados emergentes, la participación de los fondos de inversión en la deuda soberana doméstica sigue siendo insignificante. En Indonesia, los inversionistas minoristas eligen como alternativa a los depósitos estos fondos, que han invertido grandes cantidades en deuda pública a largo plazo denominada en rupias (básicamente, bonos de recapitalización). Estos instrumentos ofrecían mayor rentabilidad pero comprometieron la liquidez de los fondos en 2005, cuando las tasas de interés crecieron sustancialmente (véase el Capítulo E, página 53).

H. Inversionistas no residentes

A medio plazo, el apetito de los inversionistas no residentes por los valores en moneda local tiene una enorme influencia sobre la capacidad de los mercados de deuda locales para dispersar riesgos⁸². Cuando la deuda doméstica se encuentra sobre todo en manos de residentes, los riesgos de mercado y de crédito asumidos por los acreedores se concentran en el propio país, mientras que la deuda externa en manos de no residentes transmite esos riesgos al exterior.

Resulta difícil determinar hasta qué punto la presencia de inversionistas extranjeros influye sobre la dinámica del mercado y sobre el riesgo de contagio entre mercados. Debido a que los inversionistas extranjeros mantienen bonos locales como parte de una cartera internacional diversificada, su preferencia y tolerancia por el riesgo específico de un determinado país pueden ser mayores que las de los inversionistas domésticos. Así pues, los primeros podrían contribuir a estabilizar el mercado doméstico cuando la aversión al riesgo de los segundos crece desmesuradamente ante acontecimientos locales adversos. Por otra parte, con una alta participación extranjera, cualquier cambio de las condiciones monetarias o financieras internacionales puede llegar a modificar con rapidez el apetito de los inversionistas extranjeros por la inversión en una amplia gama de economías de mercado emergentes. Además, es posible que la crisis de un país concreto induzca su retirada de otros países, por considerarlos (quizás erróneamente) similares. La venta repentina de deuda en moneda local por parte de no residentes puede tener un efecto perturbador sobre el tipo de cambio, que no ocurriría necesariamente si éstos vendieran deuda en moneda extranjera. Ello depende en parte del grado en que los no residentes hayan cubierto los riesgos cambiarios de sus inversiones en bonos: si no se hubieran cubierto, tenderían a vender divisas.

Las tendencias recientes

Este capítulo analiza cómo han cambiado las estrategias de inversión de los no residentes en los últimos años. La inversión extranjera en los mercados de bonos en moneda local ha crecido sustancialmente; además, las fuertes posiciones en instrumentos derivados indican que los riesgos de los no residentes son muy superiores a los que sugieren los datos de inversión directa, lo cual tiene consecuencias importantes para el monitoreo y la estabilidad financiera. En este capítulo también se examina la composición de la base inversora extranjera (instituciones y *hedge funds*) y se concluye con las perspectivas más distintivas de los principales países inversores.

La información pública disponible y las respuestas al cuestionario del Grupo de Trabajo sugieren que los no residentes representan una fracción pequeña pero creciente de la base inversora en deuda doméstica denominada en moneda local, si bien faltan datos para muchos países⁸³. En concreto, el importe agregado de las tenencias directas de los

⁸² Un aspecto relacionado es la eficacia relativa de los bonos domésticos frente a los internacionales para financiar entradas netas de capital. Un buen número de observadores cree que las economías emergentes en rápido crecimiento son, por naturaleza, importadoras de capital/deficitarias en cuenta corriente. En el pasado, la deuda internacional vendida a no residentes de hecho sirvió para financiar los déficits en cuenta corriente y aunque hoy en día las EME en su conjunto presentan un superávit en cuenta corriente, la inversión extranjera en deuda doméstica podría ser necesaria para financiar futuros déficits comerciales.

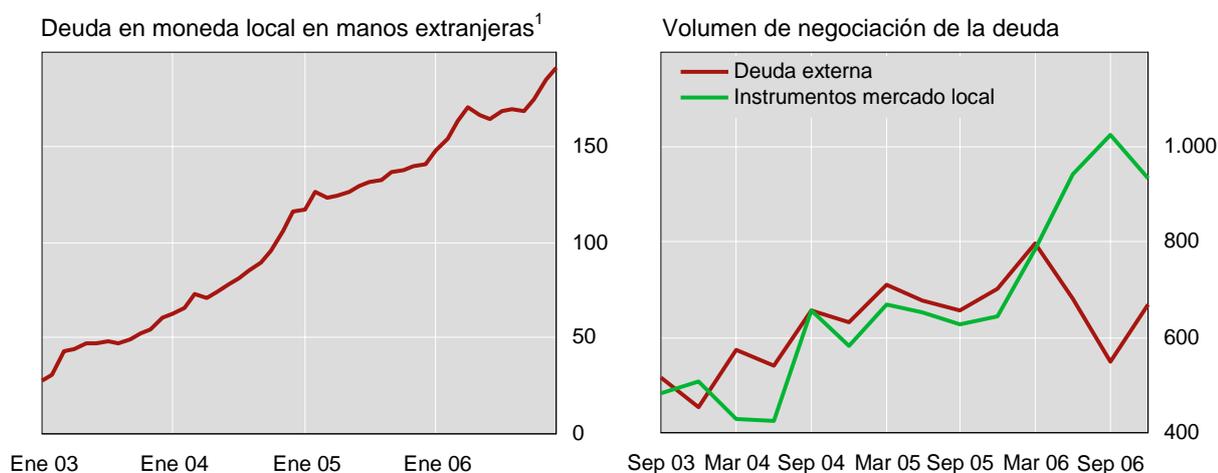
⁸³ Las estimaciones oficiales del Grupo de Trabajo son: Hungría 27%; Malasia 5%; México 9%; Polonia 22%; Sudáfrica 6%; Tailandia 3%; Turquía 11%. Las estimaciones ofrecidas por los agentes del mercado suelen ser más elevadas: Argentina 8%; Brasil 9%; Colombia 2,5%; Corea 15%; Hungría 30%; Indonesia 12,3%;

extranjeros en instrumentos de deuda en moneda local de Brasil, Hungría, Indonesia, Malasia, México, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía se multiplicaron por siete entre finales de 2002 y finales de 2006 (véase el panel izquierdo del Gráfico H1). La tendencia al alza de la negociación de instrumentos en moneda local constatada por la Emerging Markets Traders Association (EMTA) también es indicativa de un aumento de la inversión extranjera (véase el panel derecho del Gráfico H1). En 2005, la negociación de valores en moneda local de Brasil, México, Polonia, Sudáfrica y Turquía sobrepasaba los 180.000 millones de dólares en cada país. Los aumentos más destacados fueron los de Brasil y Turquía, países que recientemente han atravesado por crisis.

Gráfico H1

Bonos en moneda local: tenencias por no residentes y negociación

En miles de millones de dólares de EEUU



¹ Incluye Brasil, Hungría, Indonesia, Malasia, México, República Checa, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

Fuentes: EMTA; datos nacionales.

Sin embargo, no todas las economías parecen estar recibiendo cuantiosos flujos de entrada directos, debido a las deliberadas barreras erigidas con el fin de desalentar o contener la inversión extranjera en algunos mercados de deuda locales. Aunque en algunos países el volumen de inversión extranjera en deuda local se asemeja al de la deuda emitida en el exterior, normalmente no ocurre así. A finales de 2006, el volumen agregado de deuda en divisas emitida en el exterior cuadruplicaba todavía el importe de la inversión extranjera directa en instrumentos locales⁸⁴.

La participación extranjera en Europa central parece ser particularmente elevada, ya que la inversión no residente representa casi un 27% del mercado de deuda pública local en Hungría, un 22% en Polonia y un 25% en la República Checa (véase el panel superior izquierdo del Gráfico H2). El aumento de la inversión extranjera en estos países estuvo

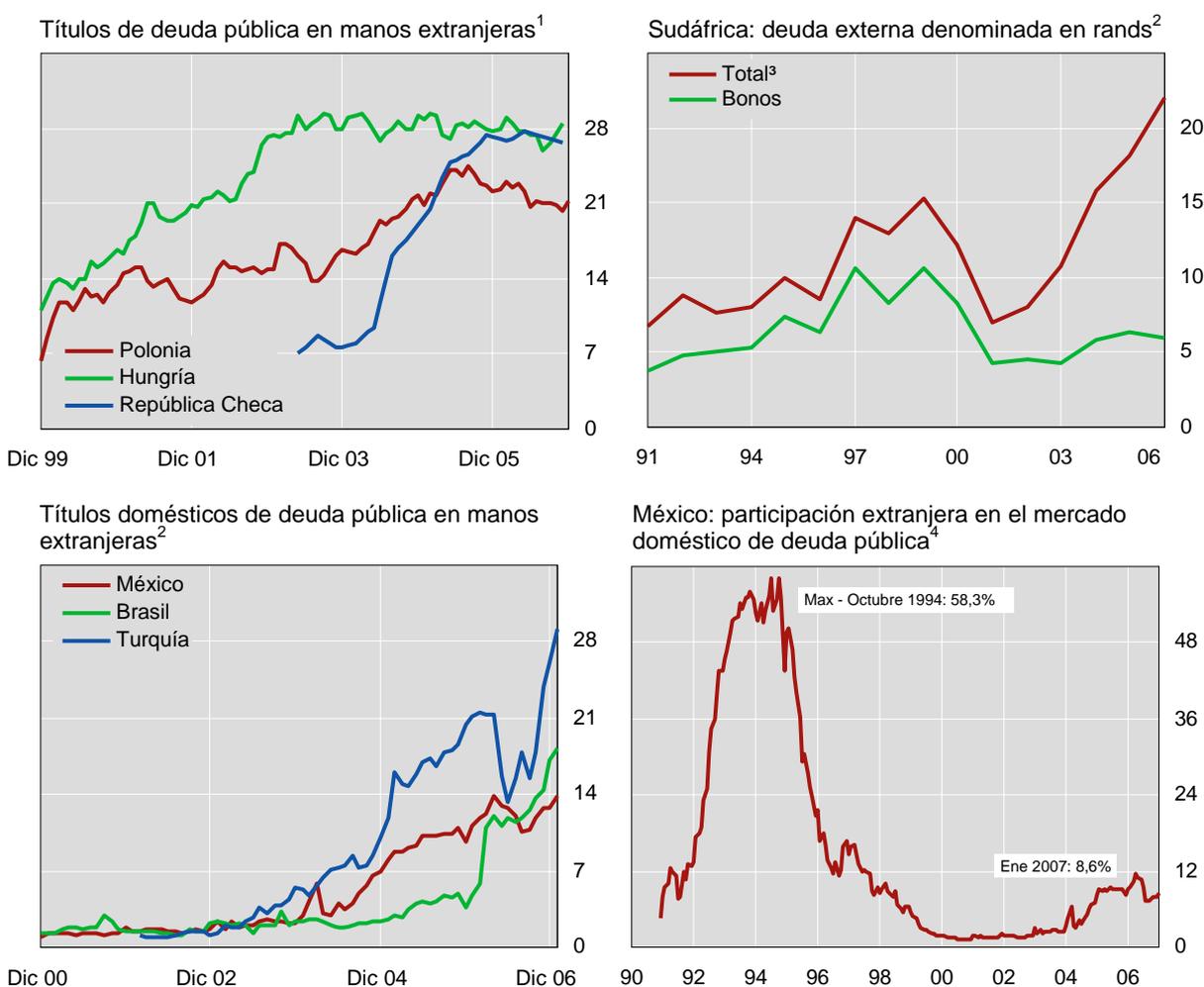
Malasia 10,4%; México 7,9%; Polonia 21%; República Checa 18,3%; Sudáfrica 3,7%; Tailandia 3%; Turquía 15,7%.

⁸⁴ Nótese, sin embargo, que los residentes en las EME mantienen en ocasiones una elevada proporción de los bonos externos de sus países.

asociado con su proceso de incorporación a la UE y se produjo antes del auge generalizado de la inversión en moneda local observado en otras economías. En Rusia, la cuota de mercado de los inversionistas no residentes en instrumentos de deuda denominados en rublos incluso es superior: con un importe de 44.500 millones de dólares a finales de septiembre de 2006 (casi en su totalidad derechos sobre empresas prestatarias), representa la mayor posición declarada en dólares en el mercado de deuda local de un solo país. Las conversaciones con agentes del mercado han revelado, sin embargo, que la mayoría de estos valores probablemente se mantienen en cuentas de inversionistas rusos en otros países. Por otro lado, y al contrario que en la mayor parte de las EME, la inversión de no residentes en los mercados locales de Sudáfrica siempre ha sido considerable. El valor en dólares estadounidenses de las posiciones extranjeras en activos denominados en rands se triplicó entre 2002 y mediados de 2006, alcanzando los 22.000 millones de dólares y los depósitos bancarios de no residentes han registrado una fuerte expansión en los últimos años (véase el panel superior derecho del Gráfico H2).

Gráfico H2

Deuda en manos de extranjeros, por país



¹ En porcentaje del volumen en circulación. ² En miles de millones de dólares de EEUU. ³ Incluye depósitos bancarios de los no residentes denominados en rands. ⁴ En porcentaje de la deuda pública doméstica; se excluyen las tenencias del Banco de México.

Fuentes: datos nacionales; South Africa Reserve Bank Quarterly Bulletin.

La participación extranjera también ha crecido con fuerza en años recientes en Brasil, México y Turquía (véase el panel inferior izquierdo del Gráfico H2), aunque partiendo de una base reducida. Sin embargo, en ninguno de estos países el volumen de inversión extranjera ha logrado superar en los últimos años el 12% del mercado de deuda pública local. El ritmo y el volumen de las posiciones extranjeras directas en estos mercados locales permanecen muy por debajo de los valores máximos alcanzados en México en 1993–94 (véase el panel inferior derecho de dicho gráfico).

La participación extranjera es más limitada en los principales mercados asiáticos de deuda doméstica, especialmente en los de China, la India y Corea. En los dos primeros, las restricciones a la inversión extranjera en valores locales explican la casi nula participación extranjera en estos mercados, mientras que en el caso de Corea, la eliminación de sus barreras a la inversión extranjera no ha disuadido a los inversionistas extranjeros de tomar posiciones sintéticas a través de derivados, como se discutirá más adelante. El volumen de inversión extranjera directa parece ser muy superior en el sudeste asiático, especialmente en Malasia, cuyos mercados de deuda pública y corporativa registraron flujos de entrada previos al reajuste cambiario de mediados de 2005, e Indonesia, donde las entradas se han ido recuperando a partir del segundo semestre del mismo año.

Inversión a través de derivados

Existen varios motivos para pensar que las cifras de inversión directa ofrecidas por los países de destino sólo ofrecen un panorama parcial. En concreto, los inversionistas privados y autoridades de algunos países señalan que las posiciones subyacentes de los no residentes son en algunos casos (por ejemplo Brasil y Corea) considerablemente mayores de lo que sugieren dichos datos. Esta discrepancia obedece básicamente a la utilización de derivados (incluidos contratos de divisas a plazo con liquidación por diferencias, o NDF, de otros países) para tomar posiciones sintéticas en los mercados en moneda local. Los instrumentos derivados permiten a los intermediarios replicar estrategias financieras inicialmente concebidas con activos financieros sin necesidad de contratar directamente los activos subyacentes. También hay casos en que se considera a las entidades financieras residentes (incluidas filiales de instituciones extranjeras) como propietarios finales de los instrumentos de deuda, cuando en realidad los mantienen por cuenta de no residentes.

De hecho, numerosos participantes extranjeros en los mercados cambiarios y de deuda en moneda local parecen mostrar una marcada preferencia por obtener rendimientos a través de derivados. Por ejemplo, representantes de las sociedades de inversión que gestionan dos de las principales carteras de valores en moneda local declararon utilizar también derivados, concretamente NDF, en sus inversiones en instrumentos de los mercados locales, afirmando que ello les permite gestionar de un modo más eficiente su inversión en mercados poco líquidos. Los inversionistas no residentes utilizan una amplia gama de instrumentos y estrategias con derivados, incluido el uso de *swaps* de rendimiento total (TRS), bonos de titularización con vínculos crediticios (CLN), *swaps* y futuros sobre tasas de interés negociados en mercados organizados y no organizados (OTC) y contratos de divisas a plazo con liquidación por entrega o por diferencias. Se estima que los contratos utilizados para invertir en bonos locales mediante *swaps* de rendimiento total (TRS) o bonos de titularización con vínculos crediticios se encuentran bastante estandarizados entre las distintas entidades financieras. Para los inversionistas que contemplan la posibilidad de entrar en nuevos mercados, esos contratos ofrecen costos de establecimiento y de monitoreo reducidos en comparación con las compras directas.

El atractivo de las diferentes estrategias de inversión depende de una serie de factores propios del país o del inversionista en cuestión y que pueden variar a largo del tiempo. En ciertos casos, como los de Corea y Brasil (antes de los cambios introducidos en marzo de 2006), los agentes del mercado suelen mencionar el deseo de evitar los impuestos sobre ganancias de capital e ingresos como el principal motivo que alienta la entrada a través de

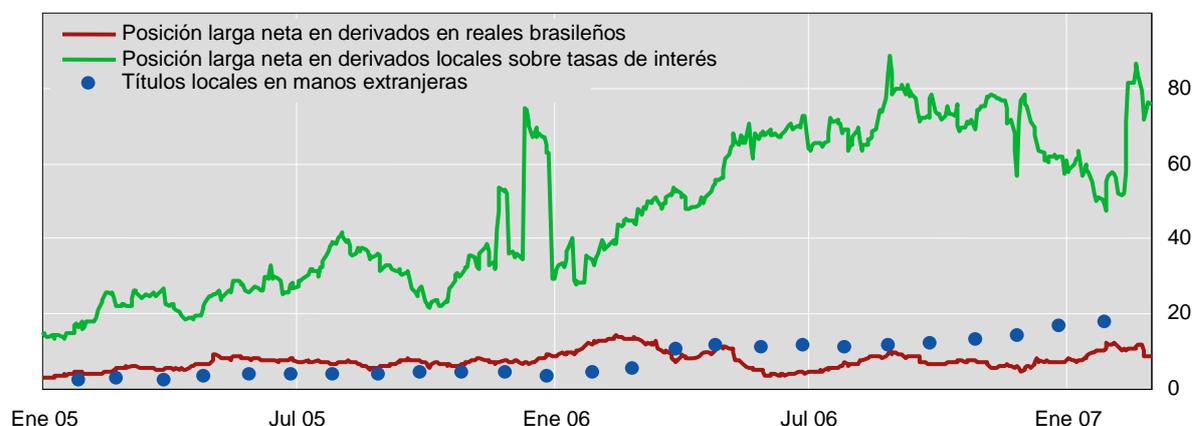
derivados de los inversionistas finales en estos mercados. Los derivados también pueden evitarles tener que abrir cuentas locales de custodia de valores, además de ofrecer un eficiente mecanismo de apalancamiento y de reducción de los costos de transacción. Las estrategias para la instrumentación dependen también de la liquidez relativa de los distintos mercados, instrumentos y derivados. La elección de instrumentos varía en función de las preferencias de activos de la base inversora local, de la opinión direccional que el inversionista intente expresar (como el grado en que se busque una posición corta o larga, la divisa elegida y los posibles cambios en la pendiente de la curva de rendimientos), y de posibles limitaciones para apalancarse, tomar posiciones cortas o, para el caso, operar con derivados. Por ejemplo, los mercados de derivados de ciertos países gozan de mayor actividad y liquidez que los mercados de los instrumentos subyacentes.

Las estadísticas sobre la participación de los no residentes en el amplio y líquido mercado brasileño de derivados bursátiles ilustran la importancia de estas operaciones. Las estadísticas publicadas por la CVM, el regulador del mercado de valores, sugieren que las posiciones directas de inversionistas no residentes en instrumentos de deuda local brasileña son bastante moderadas (véase el Gráfico H3). Sin embargo, las posiciones largas netas que éstos mantuvieron en 2006 en mercados organizados de opciones y futuros sobre instrumentos de deuda brasileña y sobre el real brasileño son mucho mayores, alcanzando en torno a los 70.000 millones de dólares en el segmento sobre tasas de interés a partir de mayo de 2006, mientras que las posiciones largas netas sobre el real brasileño oscilaron entre 4.000 y 14.000 millones de dólares en el transcurso de 2006.

Gráfico H3

Brasil: posición externa en derivados bursátiles y títulos de deuda domésticos

En miles de millones de dólares de EEUU



Fuentes: Banco Central de Brasil; Comisión del Mercado de Valores de Brasil (Comissão de Valores Mobiliários).

En opinión de los agentes del mercado, Corea y México son otros dos países que también se caracterizan por una elevada participación extranjera a través de derivados. En el caso de Corea, los inversionistas extranjeros prefieren tomar posiciones sobre tasas de interés coreanas a través del mercado de futuros, debido a que les evita el pago de impuestos sobre intereses y plusvalías. Así, mientras que los inversionistas extranjeros mantienen de forma directa menos de un 1% de los bonos gubernamentales en circulación, representan el 14% de la negociación en el mercado de futuros sobre bonos del Tesoro, que goza de mayor liquidez. Además, los participantes en el mercado señalaron que en ocasiones (y según algunos con frecuencia), los inversionistas extranjeros son responsables de las fluctuaciones de los precios en el mercado de deuda. Los no residentes también destacan

en el mercado de NDF sobre el won, que aun siendo más modesto que el propio mercado interno coreano, desempeña una importante función direccional en la evolución de los precios, al considerarse que los inversionistas extranjeros suelen mostrar mayor predisposición a mantener sus posiciones durante más tiempo.

En México, la participación de los inversionistas extranjeros en el mercado no organizado de *swaps* de tasas de interés (el mercado de *swaps* TIE) se considera muy activa. De las discusiones con algunos agentes del mercado se desprende que las posiciones extranjeras a través de *swaps* OTC podrían ser de magnitud comparable a las posiciones directas en deuda mexicana a medio y largo plazo. Además, en el tramo corto de la curva, los contratos a plazo OTC suelen ser el vehículo preferido para la toma de posiciones a corto plazo en tasas de interés de ese país.

Implicaciones

La preferencia de numerosos inversionistas por el acceso a los mercados locales a través de operaciones con derivados tiene varias implicaciones para el monitoreo y la estabilidad financiera. En primer lugar, como se señaló antes, las estadísticas oficiales sobre posiciones directas infravaloran el volumen de inversión extranjera en los mercados locales, en algunos casos incluso de forma sustancial. Por otra parte, si las instituciones financieras residentes en un país comprasen deuda local para cubrir operaciones con derivados realizadas con no residentes, los datos sobre posiciones directas podrían sobrevalorar las carteras de dichas instituciones.

En segundo lugar, la participación extranjera mediante derivados introduce mayor profundidad y liquidez en los mercados locales de derivados y de contado, ampliando con ello la gama de estrategias de gestión del riesgo a disposición de los emisores e inversionistas locales y contribuyendo a la eficiencia del mercado. El Capítulo E profundiza en estos aspectos.

En tercer lugar, la existencia de fuertes posiciones con derivados podría tener importantes consecuencias para la dinámica del mercado. En concreto, podría permitir a ciertos inversionistas extranjeros adoptar estrategias de inversión complejas y potencialmente muy apalancadas, que podrían cerrar repentinamente en caso de agitación en los mercados. Por ejemplo, algunos agentes del mercado señalaron que la cancelación de cuantiosas estructuras *reverse-knockout* sobre la lira turca, así como las operaciones de venta relacionadas para cubrir estas posiciones, podrían haber acentuado el desplome de los mercados turcos a mediados de 2006.

En cuarto lugar, los derivados podrían utilizarse para transferir riesgo hacia o desde el sector privado doméstico de forma significativa, pero con escasa transparencia, lo que podría aumentar o reducir el riesgo cambiario que soportan el sector privado y el sistema financiero del país. Por ejemplo, en la medida en que los inversionistas extranjeros cubran el riesgo cambiario de sus inversiones locales, los inversionistas domésticos en su conjunto tomarán posiciones cortas en divisas que podrían revelarse onerosas en caso de agitación en los mercados. Como se señaló en el Capítulo A, esto explicaría la crisis del sistema bancario ruso en 1998, que sufrió fuertes pérdidas a raíz de las coberturas cambiarias que se habían vendido a inversionistas no residentes en el mercado de GKO (la letra del Tesoro rusa).

Aunque ningún sistema de información estadística puede captar plenamente estos riesgos, Australia ha podido obtener mediante encuestas los parámetros básicos de los procesos de transferencia del riesgo a través de operaciones con derivados (véase el Capítulo D). En la misma línea, la investigación con datos desagregados de empresas realizada por Cowan et al (2005) en el Banco de Chile revela que las compañías privadas redujeron notablemente su exposición al riesgo cambiario mediante coberturas con derivados.

Factores explicativos del crecimiento de la inversión extranjera

Las conversaciones con agentes del mercado de diversos países destacan una serie de factores que explican el reciente crecimiento de la inversión extranjera en los mercados locales.

- Prácticamente la totalidad de los agentes del mercado han señalado una creciente confianza en la evolución positiva actual y futura de los perfiles de solvencia y de las perspectivas de estabilidad macroeconómica en las EME. Entre las evidencias más citadas se encuentran la acumulación de grandes «colchones» de reservas en numerosos países, los progresos en la aplicación de nuevos regímenes monetarios y cambiarios, y la tendencia predominante a revisar al alza las calificaciones crediticias de la deuda soberana.
- Existe también creciente constatación, sustentada en iniciativas de los principales bancos comerciales y de inversión en materia de mercadeo y de educación del inversionista, de que incluyendo deuda y moneda locales en una cartera de inversión puede aumentarse su rentabilidad y/o reducirse su volatilidad (el Anexo 3 examina cómo las posiciones en moneda local potencian el rendimiento y discute la reciente evolución, relativamente benigna, de la volatilidad y de las correlaciones de los rendimientos en los diferentes mercados locales).
- Los participantes también suelen señalar que los bajos niveles de rentabilidad y volatilidad que han caracterizado a los mercados mundiales en los últimos años, la compresión de los diferenciales y el descenso de las emisiones de deuda externa soberana en las EME, unido a la depreciación del dólar desde 2002, han contribuido a estimular el interés por los mayores rendimientos que se asocian a la inversión en activos denominados en moneda local.

Algunas de las dificultades que los agentes del mercado perciben al invertir en deuda en moneda local están relacionadas con la mayor complejidad del proceso de debida diligencia que no sólo requiere evaluar los aspectos tradicionales del riesgo país, sino también analizar con mayor frecuencia datos sobre la evolución del entorno macroeconómico en los diferentes países y sus implicaciones para la previsible evolución de los rendimientos en los mercados locales. Los participantes mencionaron asimismo la ausencia de datos históricos o completos sobre riesgos y rendimientos, la falta de transparencia, los riesgos de liquidación locales, la escasa liquidez del mercado secundario y ciertos aspectos sobre la fiabilidad de los servicios de custodia. Además, estos mercados se consideran muy sensibles a un cambio generalizado en la preferencia por el riesgo y en las tasas de cambio. Por último, pueden surgir riesgos políticos, como la falta de continuidad de políticas gubernamentales, la inestabilidad social, los riesgos de transferencia y las restricciones a la circulación de capitales. Como se indicó anteriormente, algunos de estos riesgos pueden soslayarse mediante la inversión mediante derivados.

Por lo general, los agentes del mercado reconocieron que la internacionalización de los mercados locales podría elevar la correlación y propiciar la transmisión de la volatilidad de los rendimientos entre países. Sin embargo, no mostraron inquietud por un posible aumento del riesgo de contagio. En general, los participantes coincidieron en señalar cierta tendencia hacia la reducción generalizada de la vulnerabilidad de la mayoría de las economías emergentes, lo que permitiría una rápida recuperación de los mercados tras episodios de volatilidad, como ocurrió en los meses posteriores al brote de mayo–junio de 2006. Durante el episodio de agitación de los mercados internacionales de febrero de 2007, los mercados de bonos en moneda local de varias EME registraron récords de contratación, con abundante liquidez y escasas fluctuaciones de los precios.

La composición de la base inversora extranjera

De las conversaciones con intermediarios y otros observadores del mercado se desprende que el crecimiento de las posiciones extranjeras se está cimentando en una ampliación sostenida de la base inversora. Hace dos o tres años, se decía que los *hedge funds* representaban una abrumadora proporción de la inversión transfronteriza no residente en moneda local, sin contar las carteras de fondos de convergencia en Europa central y las operaciones locales de los bancos con presencia internacional. Algunos agentes del mercado estiman que desde entonces ha crecido notablemente la importancia de otro tipo de inversionistas, en concreto dos: los fondos de pensiones y los fondos de inversión en renta fija, la mayoría de ellos especializados en títulos de renta fija de mercados emergentes pero no en deuda local. Estos fondos suelen incluir deuda local de las EME como posiciones extra-índice con el fin de obtener rendimientos superiores a sus referencias y a los de sus competidores. Por otro lado, parece que las compañías de seguros tienen menor presencia en los mercados locales.

Inversionistas institucionales

Los activos totales de los fondos internacionales especializados en deuda de mercados emergentes ascendían a 58.000 millones de dólares⁸⁵ en marzo de 2006, un volumen relativamente modesto, de los cuales sólo 8.000 millones correspondían a fondos especializados en deuda denominada en moneda local. Aunque estas cifras palidecen en comparación con el tamaño de los mercados internacionales de deuda, su crecimiento es rápido. Por ejemplo, uno de los principales fondos multiplicó sus activos desde 1.400 millones de dólares en marzo de 2006 hasta 3.400 millones en febrero de 2007.

La irrupción de los fondos de pensiones, algo que los analistas consideran un proceso continuo a lo largo de varios años, ofrece por un lado perspectivas de crecimiento sostenido de la inversión extranjera en los mercados locales, dada su inversión inicial relativamente baja en activos en moneda local con respecto al volumen agregado de sus carteras, y por el otro una base inversora potencialmente estable, debido al horizonte inversor a largo plazo de este tipo de fondos. Puesto que estas estrategias exigen cierta especialización (conocer bien la estructura de diversos mercados y sus participantes, así como aspectos fiscales, legales y de custodia habitualmente complejos), la mayoría de los fondos de pensiones no invierte directamente en instrumentos de deuda de las EME, sino mediante mandatos a gestores de fondos. Sin embargo, cabe esperar que con el tiempo algunos de los principales inversionistas institucionales irrumpen en los mercados más grandes. Se considera que aquellos que invierten en valores en moneda local a través de gestores cada vez se guían más por los índices, si bien, en conjunto, sus inversiones locales no presentan todavía mucha sensibilidad a éstos. En cambio, el desempeño de los gestores de fondos que invierten en deuda externa de las EME suele evaluarse con respecto a referencias de mercado tradicionales. Uno de los expertos señaló que en los próximos años cabría esperar que los índices de bonos internacionales de referencia vayan incorporando gradualmente bonos locales de las EME. De este modo se fomentaría una mayor asignación de inversiones hacia los mercados locales al invertir en fondos cuyo desempeño se evalúa tomando como referencia esos índices amplios.

La participación de inversionistas institucionales de países desarrollados en los mercados de deuda local se inserta en un fenómeno más amplio de reducción del sesgo doméstico, alentado por el crecimiento de los fondos gestionados por inversionistas institucionales. Las compañías de seguros, los fondos de pensiones y las sociedades de inversión están

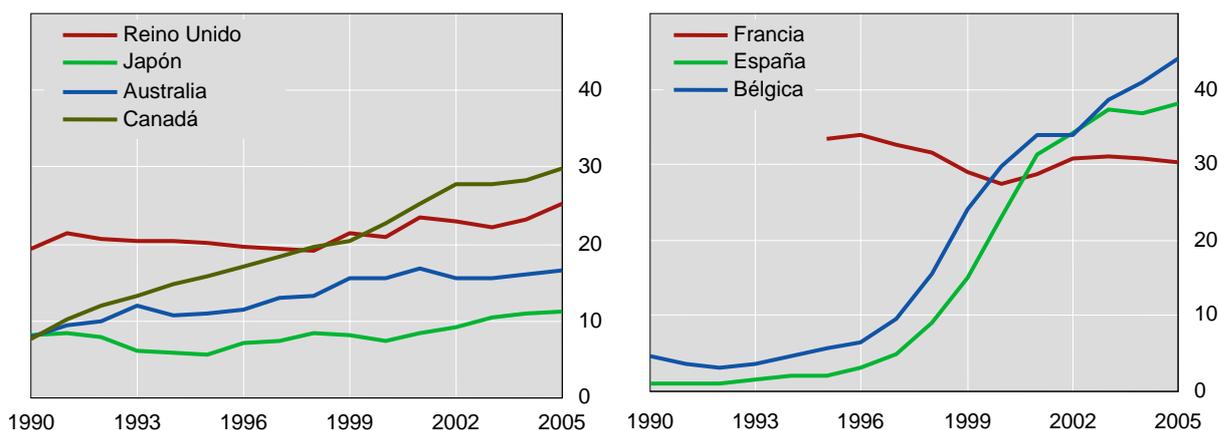
⁸⁵ EmergingPortfolio.com Fund Research.

cobrando importancia en las plazas financieras internacionales, incluidos los mercados emergentes. La proporción del ahorro de los hogares canalizada a través de estos inversionistas ha crecido notablemente en las últimas décadas, hasta el punto de que el volumen de sus activos desafía el histórico predominio del sistema bancario como principal intermediario financiero del sector hogares.

Gráfico H4

Tenencias de títulos extranjeros por compañías de seguros y fondos de pensiones

En porcentaje del total de activos financieros



Fuente: CGFS (2007).

La consolidación de activos en manos de los inversionistas institucionales permite considerables economías de escala al analizar los mercados emergentes. Como se señala en CGFS (2007), los inversionistas institucionales han aumentado sus inversiones alternativas, con valores tanto de países industriales como emergentes. Los datos disponibles sugieren un gradual proceso de diversificación internacional en Australia, Japón y el Reino Unido (véase el panel izquierdo del Gráfico H4). Tras la introducción del euro, los inversionistas institucionales de Bélgica y España incrementaron considerablemente sus carteras de valores extranjeros, lo que sugiere que el riesgo cambiario continúa siendo un componente importante del sesgo doméstico de estos inversionistas (véase el panel derecho del mismo gráfico). El reciente aumento de la diversificación internacional también puede apreciarse en los datos a escala nacional. Según la Encuesta Coordinada sobre la Inversión de Cartera del FMI, la mayoría de las economías aumentaron sus carteras de inversión en el extranjero entre 2001 y 2004, tanto en términos de dólares estadounidenses como en porcentaje del PIB.

Hedge funds

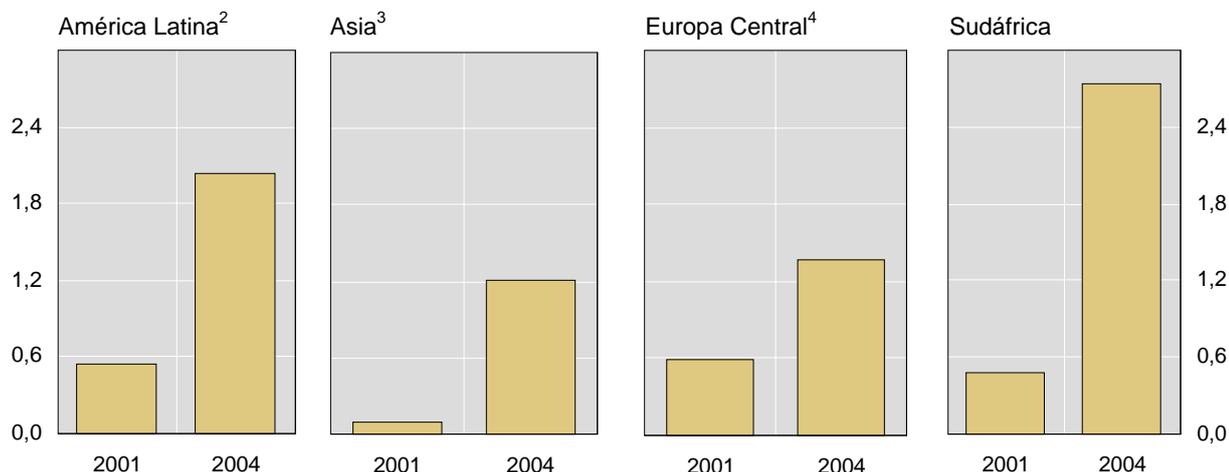
Como su naturaleza jurídica apenas impone restricciones sobre sus carteras y operaciones, por ejemplo en cuanto a su capacidad de apalancamiento y de acceder a los mercados a través de derivados, los *hedge funds* (fondos de inversión alternativa y alto riesgo) pueden desplazar con rapidez importantes cantidades de fondos de unos mercados a otros, sujetos a la liquidez subyacente en los respectivos mercados locales de divisas y de deuda. Su búsqueda de nuevas estrategias rentables debería hacer más eficientes y líquidos los mercados financieros, pero su enorme magnitud comparada con los pequeños mercados financieros de algunas EME ha generado inquietud en ciertos países receptores. El hecho de que los distintos *hedge funds* persigan estrategias muy diversas impide alcanzar conclusiones claras. Al tomar los *hedge funds* posiciones largas y cortas y al ser

participantes informados que intentan explotar los efectos de la evolución macroeconómica sobre los mercados financieros, sus operaciones probablemente aceleran el ritmo de ajuste de los precios de los activos.

Gráfico H5

Volumen de negociación de los derivados OTC de tasa de interés¹

Medias diarias, cantidades nominales en miles de millones de dólares de EEUU



¹ Excluye efectos de doble contabilización entre intermediarios e incluye FRA, *swaps*, opciones y otros instrumentos en moneda local. ² Brasil y México. ³ Corea, India y Taiwan (China). ⁴ Hungría, Polonia y República Checa.

Fuente: BIS Triennial Central Bank Survey on Foreign Exchange and Derivatives Market Activity (abril de 2001 y de 2004).

No hay duda del notable crecimiento de los fondos gestionados por *hedge funds* invertidos en activos de mercados emergentes⁸⁶. Según el reporte Tremont Asset Flows Report, los activos gestionados por *hedge funds* con estrategias de inversión en mercados emergentes crecieron desde 11.300 millones de dólares a finales de junio de 2003 hasta 64.400 millones a finales de junio de 2006. Las estimaciones del mercado atribuyen a los *hedge funds* en torno al 45% del volumen de negociación de la deuda de mercados emergentes en moneda local, de donde se deduce su considerable influencia sobre las condiciones de liquidez de esos mercados. También hay síntomas de rápido crecimiento en el mercado de derivados OTC (véase el Gráfico H5) y las estadísticas de derivados bursátiles sugieren asimismo un crecimiento rápido y sostenido en este segmento en los últimos meses⁸⁷. Dado que los

⁸⁶ Véase Bank of Japan (2006).

⁸⁷ En Brasil, Corea y México, el volumen de negociación de contratos de futuros sobre tasas de interés es considerable, habiendo crecido notablemente desde abril de 2004, fecha de la última Encuesta Trienal, como resume el Gráfico H5 (miles de millones de dólares estadounidenses, medias diarias, principal notional):

	Abril 2004	Marzo 2007
Brasil	16,9	38,0
Corea	2,7	4,6
México	4,6	5,2

hedge funds prefieren modificar sus posiciones de mercado mediante derivados, el acceso a este tipo de instrumentos también podría ser un factor que apunte a una mayor actividad de dichos fondos.

Perspectivas de tres inversionistas no residentes

Aunque las estrategias de inversión de los inversionistas no residentes comparten muchos aspectos, los talleres del Grupo de Trabajo y el intercambio de opiniones con representantes del sector privado revelaron interesantes diferencias entre los países inversores. A continuación se presentan las perspectivas de un importante gestor de fondos estadounidense, de los inversionistas minoristas japoneses y de entidades financieras francesas.

(a) Un importante gestor de fondos estadounidense

La entrevista al gestor de fondos (con una amplia experiencia en deuda de las EME) giró en torno a su estrategia de gestión de un fondo especializado en deuda en moneda local. El fondo había crecido con rapidez, hasta alcanzar sus activos netos totales varios miles de millones de dólares, lo que lo convierte en uno de los mayores fondos extranjeros en deuda denominada en moneda local. En su opinión, los agentes del mercado consideran ahora la deuda local de mercados emergentes como una categoría de activos convencionales, por lo que la ampliación y profundización de los mercados locales sería el siguiente paso. El conjunto de países candidatos a recibir inversión ha sido muy similar al de la deuda externa, si bien algo más reducido, en parte porque muchos de los emisores de deuda externa de menor solvencia carecen de mercados activos de deuda en moneda local. Al mismo tiempo, algunos de los países que han dejado de formar parte del índice de deuda externa de mercados emergentes (como Corea y Singapur), todavía se incluyen en el universo de inversión en títulos locales, ya que sus mercados locales de deuda aún se encuentran en desarrollo.

La estrategia de este gestor en los mercados locales de las EME es coherente con la estrategia de su sociedad en mandatos sobre deuda externa de esas mismas economías, aunque varios de los factores considerados se ajustan a las peculiaridades de las inversiones en moneda local. La estrategia para seleccionar los instrumentos de deuda y los países es triple: análisis fundamental sobre aspectos concretos del país, valoración del impacto (favorable o desfavorable) del entorno exterior sobre el país, y evaluación de la situación del mercado para determinar la influencia de factores de liquidez y de concentración de riesgos sobre el valor relativo. Dentro de este marco, se analizan las variables macroeconómicas que afectan a las tasas de interés locales y a las tasas de cambio, con especial atención al ahorro interno, los flujos de inversión y la balanza de pagos.

La referencia utilizada por el gestor del fondo es el índice JPMorgan ELMi+ y el principal vehículo de inversión son los NDF, que representan en torno a una cuarta parte de su cartera y se utilizan para emular inversiones en los mercados monetarios de los países en desarrollo. La cartera se construye con contratos de divisas a plazo renovables a uno, dos y tres meses, dando lugar a un índice de duración muy reducida. La experiencia del gestor revela que de este modo puede mejorar la ejecución, soslayar las restricciones existentes en los mercados domésticos en materia reguladora, tributaria y de inversiones admisibles, así como lograr un proceso de liquidación sencillo a través de sistemas internacionales de compensación como Euroclear y Clearstream. Actualmente, el gestor invierte en divisas e instrumentos soberanos del mercado local. En función de cómo evolucione esta categoría de activos, está considerando la creación de dos nuevos fondos: uno de larga duración y otro especializado en deuda corporativa.

(b) *Inversionistas minoristas: el caso de Japón*

En líneas generales, el reciente aumento de la inversión extranjera en los mercados locales parece reflejar en gran medida las decisiones de asignación de fondos de los gestores y de sus clientes institucionales. Sin embargo, en el caso de Japón, los inversionistas minoristas parecen haber abanderado el interés reciente por la inversión transfronteriza en moneda local. Los participantes en el taller del Grupo de Trabajo celebrado en Tokio en mayo de 2006 subrayaron que los flujos transfronterizos en Asia aún están poco desarrollados, en parte por el intenso sesgo doméstico de las instituciones de la región. Los inversionistas japoneses en bonos han solido evitar riesgos y optar por valores extranjeros emitidos en Japón (bonos samurai) y de elevada calidad crediticia. Esta actitud conservadora se vio reforzada tras la explosión de la burbuja financiera de la década de los 90. Por otro lado, los inversionistas japoneses atraídos por el riesgo prefieren invertir en acciones. De hecho, en Asia, los flujos regionales de inversión extranjera directa superan con mucho la inversión transfronteriza en bonos.

Los participantes en los talleres manifestaron que esta situación estaba cambiando, y que los inversionistas minoristas japoneses han comenzado a mostrar una creciente preferencia por los mercados de bonos de la región, como sugiere su interés por los fondos de deuda panasiática recientemente creados. El actual periodo de tasas de interés extremadamente reducidas en Japón, volatilidad escasa y depreciación del yen ha incrementado el atractivo de la inversión en divisas con mayor rendimiento. Por ejemplo, se aprecian síntomas de que los hogares japoneses están invirtiendo en el exterior. Los inversionistas nipones se ven atraídos por la elevada rentabilidad que ofrecen Australia, Nueva Zelanda y Tailandia, muy superior al rendimiento de la deuda doméstica japonesa a largo plazo (actualmente, en torno al 1,8%), con el consiguiente aumento de sus posiciones en instrumentos de bonos en divisas de alto rendimiento. Este interés podría acentuarse al ir constatándose las ventajas intrínsecas de la deuda de economías emergentes asiáticas como activo de inversión, tanto en términos de rendimiento/volatilidad (elevada razón de Sharpe) como de diversificación (escasa correlación con los mercados de deuda del G-7). Por el momento, no queda claro si la actual tendencia obedece a la escasa volatilidad de los mercados internacionales y a la debilidad del yen o si por el contrario refleja un cambio estructural tardío que incluye la diversificación internacional. Cabe matizar no obstante que los inversionistas japoneses parecen estar reorientando su asignación de activos de forma gradual, básicamente para poder contar con suficientes datos que les permitan contrastar el desempeño de estrategias alternativas. En cualquier caso, en cuanto consiga engranarse, dicha reasignación podría acelerarse.

(c) *Las entidades financieras francesas*

A fin de complementar el análisis de los mercados en moneda local, el Banco de Francia llevó a cabo una encuesta informal entre distintas entidades financieras del país para conocer su participación en los mercados de bonos en moneda local de las EME. A continuación se resumen los principales resultados obtenidos.

Mientras que todos los grandes bancos e instituciones financieras con presencia internacional se interesan por los mercados emergentes, incluso aunque sólo sea por su volumen de actividad en las EME más grandes, apenas unos pocos operan en los mercados de deuda en moneda local y su experiencia en dichos mercados es muy reciente. Antes del año 2000, prácticamente ningún banco o fondo francés captaba ahorro doméstico con el fin de invertirlo en dichos mercados, pero conforme se estabilizó la situación en estas economías, comenzaron a expandirse los mercados de bonos en moneda local, y con ello su demanda. En líneas generales, las respuestas de los representantes de las instituciones financieras francesas entrevistadas indican que:

- **La creciente actividad en los mercados de deuda en moneda local apenas ha conllevado cambios organizativos en los bancos.** En cambio, los fondos de inversión han reajustado sus estructuras internas para reforzar su participación en dichos mercados. Los bancos no han creado departamentos especializados en este segmento, sino que han tendido a organizar sus operaciones en torno a unidades de negocio vinculadas a categorías de activos o productos financieros concretos, dificultando así la inversión en dichos mercados. Ahora están comenzando a plantearse reforzar su capacidad de análisis *in situ* y crear unidades de inversión especializadas en los mercados de deuda en moneda local. Por contra, las sociedades de gestión de activos han creado fondos especializados para invertir en dichos mercados y mejorar así la relación con su clientela. Con todo, el personal de dichos fondos de inversión es limitado (de cinco a 10 personas), incluyendo a operadores o analistas, pero con capacidad de investigación limitada. Dada la complejidad de esos mercados y los riesgos asociados a ellos, la clientela de los fondos se compone únicamente de inversionistas institucionales. Los riesgos directos asumidos por los hogares son aún muy reducidos, especialmente porque el sector de fondos de pensiones en Francia se encuentra todavía en una etapa temprana de desarrollo.
- **Los mercados de deuda en moneda local ofrecen a los inversionistas internacionales interesantes oportunidades de diversificación.** Pese a los altibajos registrados en mayo–junio de 2006, los inversionistas mantienen una opinión favorable sobre los mercados emergentes que se prevé duradera. En la actualidad, la proporción de deuda en moneda local sobre el volumen total de deuda pública es mucho menor en las economías emergentes que en las más desarrolladas, pero es probable que aumente, ofreciendo con ello un enorme conjunto de activos susceptible de atraer incluso más inversión e inversionistas. Los mercados de deuda en moneda local pueden facilitar la diversificación de carteras, no sólo porque la correlación entre estos títulos y otras categorías de activos (de países desarrollados) es reducida, sino porque además la correlación entre la deuda local de diferentes mercados emergentes también es baja. Su atractivo puede ser aún mayor cuando los riesgos pueden combinarse de forma flexible, lo que depende de las posibilidades de cobertura existentes en el mercado. El desarrollo de la deuda en moneda local depende en gran medida de la política de endeudamiento de los estados soberanos. Una infraestructura financiera débil e inadecuada tiende a obstaculizar el financiamiento de las empresas locales en los mercados domésticos. Por tanto, a medida que vaya mejorando el entorno regulador y se estrechen los diferenciales soberanos, la emisión de deuda corporativa podría colmar las expectativas del mercado.
- **Parece estar produciéndose una mayor diferenciación entre países.** Los activos de los mercados emergentes seguirán considerándose como una categoría específica debido a sus diferencias con los mercados más maduros. No obstante, cada vez se valoran más las ventajas de cada país en función de sus propios méritos y perspectivas. Por ejemplo, varios países africanos han atraído el interés de los inversionistas internacionales por la cancelación de su deuda y su mayor disciplina fiscal, además de por las altas rentabilidades ofrecidas y la solidez de su entorno macroeconómico. El hecho de que los inversionistas internacionales se interesen por estos países incentiva enormemente la mejora de sus marcos de política macroeconómica. Al mismo tiempo, los agentes del mercado distinguen las economías emergentes en rápido proceso de convergencia hacia los países desarrollados (México, Corea), o las que previsiblemente adoptarán el euro o terminarán incorporándose a la Unión Europea, de aquéllas que se encuentran en etapas de desarrollo menos avanzadas. Los riesgos de contagio entre mercados emergentes se han atenuado ligeramente desde 1998. Los inversionistas extranjeros conocen ahora mejor el desempeño de cada país y la participación de

los inversionistas locales ha aumentado. Dado que estos últimos son menos sensibles que los primeros a las «malas noticias» de otros mercados emergentes, se reduce el riesgo de contagio, lo que a su vez también podría obedecer a la especialización regional de los inversionistas (que subestiman las malas noticias procedentes de países ajenos a la región) y a una mejor anticipación de la conducta de los agentes del mercado.

- **El proceso de debida diligencia de los inversionistas en activos de mercados emergentes es ahora más complejo y exige mayores conocimientos y destrezas.** El análisis del riesgo se basa en una evaluación del riesgo país mediante datos macroeconómicos, fichas informativas y procedimientos de debida diligencia aplicados a los marcos jurídico y regulador. Las instituciones financieras utilizan en los mercados emergentes las mismas técnicas de análisis que en otros mercados más sofisticados.
- **Crece la importancia de los inversionistas domésticos y de los *hedge funds*.** Los bancos destacan dos aspectos relacionados con ambos inversionistas: la ausencia de liquidez derivada de las estrategias de comprar y retener por los inversionistas locales y el corto horizonte temporal y la rápida reacción de los *hedge funds* ante indicios de agitación económica. Ambas particularidades podrían menoscabar las estrategias de los bancos. Los fondos de pensiones y bancos locales suelen adoptar una estrategia de comprar valores para mantenerlos hasta su vencimiento, mientras que el horizonte inversor de los participantes extranjeros suele ser relativamente corto. Es habitual que los bancos y los fondos de inversión roten sus posiciones cada tres meses, mientras que el periodo de mantenimiento de las inversiones de los *hedge funds* es de un mes como máximo. Además, los *hedge funds* tienden a deshacer sus inversiones con rapidez en épocas de tensión. Por tanto, los bancos intentan evitar quedar atrapados en mercados poco líquidos o en los que un elevado porcentaje de la deuda es propiedad de *hedge funds*. De cara al futuro, se prevé que la creciente participación de inversionistas internacionales mejore la liquidez.

I. Conclusión

La denominación de títulos de deuda en dólares (u otras divisas) ha jugado un papel fundamental en prácticamente todas las crisis financieras por las que han atravesado las economías de mercado emergentes (EME) desde comienzos de la década de los 80. En muchos casos, la deuda (tanto doméstica como externa) se denominaba en divisas porque no existía un mercado de deuda a largo plazo en moneda local bien desarrollado. Esta brecha en los mercados financieros llevó a los prestatarios a tomar decisiones financieras arriesgadas que hacían sus balances muy vulnerables, incrementando con ello el riesgo de incumplimiento y provocando pérdidas para los prestamistas.

Ante la importancia de estos descargos de posiciones en los balances, las autoridades financieras de numerosos países se fijaron como objetivo el desarrollo de los mercados de deuda en moneda local. La mejora de las políticas macroeconómicas nacionales ha permitido reducir la dependencia de deuda en divisas en casi todas las EME, al tiempo que se ha ampliado considerablemente la emisión de deuda en moneda local y se han profundizado sus mercados⁸⁸.

Un objetivo clave en este sentido ha sido establecer una curva de rendimientos en moneda local, algo que resulta esencial para el desarrollo de una gama completa de herramientas para la gestión del riesgo financiero. Sin embargo, muchos mercados de deuda en moneda local aún se encuentran en una fase temprana de desarrollo. Además, han surgido nuevos riesgos tanto para los prestatarios como para los inversionistas (ya sean residentes o no), cuyo monitoreo se ha visto dificultado por la proliferación de nuevos instrumentos financieros. Así pues, este Reporte analiza las implicaciones que podría tener para la estabilidad financiera este giro estratégico desde la emisión en divisas hacia la emisión en moneda local.

Para la preparación de este Reporte, el Grupo de Trabajo organizó una serie de talleres regionales a los que asistieron representantes del mercado y bancos centrales que no suelen participar en el CGFS. También coordinó una gran encuesta estadística entre bancos centrales, con el fin de completar algunas lagunas que existen sobre instrumentos, vencimientos, emisores, inversionistas y otros aspectos clave del funcionamiento de los mercados. Este ejercicio no sólo mejoró los datos publicados periódicamente por el BPI, sino que también ayudó a comprender cómo estos cambios están alterando los riesgos financieros a los que se enfrentan tanto los inversionistas como los emisores y sacó a la luz diversas deficiencias importantes en los datos actualmente disponibles.

Datos para mejorar el monitoreo

La encuesta realizada por el Grupo de Trabajo reveló que cada país utilizaba sus propios criterios o definiciones a la hora de compilar sus estadísticas. Además, la emisión de títulos individuales en numerosos mercados domésticos a menudo no se agregaba de una forma que facilitara su análisis y no solía disponerse de datos históricos sobre dichos agregados.

⁸⁸ Como se analizó en capítulos anteriores de este Reporte, el aumento de la emisión también ha sido reflejo de otros factores que han tenido por su parte importantes consecuencias económicas. Así, a finales de los años 90 y comienzos de la década actual, los principales detonantes fueron los elevados déficits fiscales y la recapitalización bancaria. No obstante, estos déficits se han reducido sensiblemente desde entonces y la acumulación de reservas oficiales ha pasado a ser un factor importante para la emisión de deuda doméstica. Esto significa que los coeficientes de deuda neta se han reducido bastante y que los perfiles de la deuda externa han solido hacerse más sostenibles.

Todas estas deficiencias dificultaban la comparación entre países y solían impedir un seguimiento efectivo de los datos⁸⁹.

La principal fuente de información sobre mercados de bonos domésticos en todo el mundo procede de las estadísticas publicadas trimestralmente por el BPI con datos proporcionados por los bancos centrales⁹⁰. Sin embargo, estos datos no ofrecen información (o apenas lo hacen) sobre:

- *el vencimiento medio*, del que el BPI dispone de datos sólo para los bonos internacionales;
- *las condiciones de emisión del instrumento de deuda*: interés fijo o variable, denominado en divisas o ligado a ellas, o ligado a la inflación.

La encuesta realizada por el Grupo de Trabajo entre bancos centrales halló que la gran mayoría de ellos podía proporcionar este tipo de datos para los títulos de deuda locales emitidos por el Gobierno o por el propio banco central (incluso en ocasiones otras entidades públicas cercanas al Gobierno central). Si bien los datos subyacentes son de dominio público, son pocos los bancos centrales que computan de forma regular indicadores acerca del plazo a vencimiento o de los términos de dichos instrumentos. Sería pues recomendable para este monitoreo cierta estandarización a la hora de categorizar los títulos de deuda.

Una segunda laguna estadística es la falta de información sobre los tenedores de dichos bonos. De nuevo, la mayoría de los bancos centrales pudo desglosar dicha información en las siguientes categorías: bancos, entidades financieras distintas de bancos, otros residentes y no residentes. Estos datos pueden ofrecer información esencial sobre las posiciones en los balances (la importancia de las posiciones fuera de balance se analiza más adelante).

Un tercer problema es la ausencia de medidas sobre descalces de monedas en diferentes sectores. Por ejemplo, el sector corporativo podría endeudarse en dólares con bancos locales, mientras que los hogares mantendrían sus ahorros en esos bancos en cuentas denominadas en dólares. Aunque esta circunstancia no implicaría necesariamente una exposición *neta* a divisas frente a los no residentes, puede dar lugar a grandes descalces cambiarios sectoriales. La encuesta del Grupo de Trabajo refleja que muchos países disponen de datos a escala nacional sobre la evolución de la brecha entre moneda local y extranjera correspondiente a préstamos y depósitos bancarios. Estos datos permitirían medir de forma más exhaustiva los descalces entre monedas.

Las reuniones del Grupo de Trabajo y sus talleres también pusieron de relieve la necesidad de analizar en mayor medida la exposición a los riesgos. Uno de los principales hallazgos fue que las posiciones por tenencia o por emisión directa de bonos a menudo se veían alteradas por transacciones en los mercados de derivados. Un ejemplo al caso sería la tendencia de los inversionistas extranjeros a invertir en ciertos mercados de bonos en moneda local de economías de mercado emergentes a través de los mercados de

⁸⁹ El G-8 publicó el 19 de mayo de 2007 un plan de acción para el desarrollo de mercados de bonos locales en economías de mercado emergentes y en países en desarrollo. En vista de las deficiencias estadísticas encontradas, el G-8 encomendó al FMI, el Banco Mundial, la OCDE y el BPI la realización de un inventario sobre los datos disponibles y la identificación de cualquier laguna en los mismos (véase G-8, 2007).

⁹⁰ Los cuadros 16A y 16B en la página del BPI en Internet (www.bis.org/statistics/secstats.htm) muestran las cantidades en circulación y los cambios en los volúmenes emitidos por el Gobierno, las instituciones financieras y las empresas. El cuadro 17A presenta los datos sobre valores con un vencimiento residual de hasta un año. Estos datos abarcan las emisiones de prácticamente todas las mayores EME, a excepción de Arabia Saudita y Israel.

derivados. En algunos casos, sus contrapartes en dichos mercados pueden ser bancos locales que mantienen esos bonos. Algunos países están intentando cuantificar estas posiciones.

Principales resultados

Un importante hallazgo de este Reporte es el descenso de la exposición al riesgo de depreciación monetaria en la mayoría de economías de mercado emergentes. Así, las posiciones netas en moneda extranjera frente a no residentes han descendido de forma sustancial, al tiempo que se ha reducido la proporción de contratos e instrumentos financieros en divisas entre los residentes (sobre todo bonos domésticos y préstamos/depósitos bancarios locales). Los exhaustivos datos sobre deuda recopilados en la encuesta confirman que los descalces agregados de monedas se han reducido en todas las principales regiones y en la mayoría de EME. El Reporte muestra que esto se debe principalmente a la aplicación de políticas específicas de gestión de deuda diseñadas para reducir riesgos, aunque la apreciación del tipo de cambio también ha contribuido en los últimos años. Todo ello pone de relieve la reducción deliberada y sustancial por parte de los prestamistas de su exposición al riesgo de depreciación monetaria. Por su parte, la inversión de los no residentes en bonos denominados en moneda local ha crecido sustancialmente, por lo que numerosos países han conseguido dejar atrás lo que se conoce como «pecado original» (es decir, su aparente incapacidad para endeudarse en moneda local) con la ayuda de mejores políticas.

De hecho, numerosos países han logrado desarrollar curvas de rendimiento para todo el espectro de vencimientos. En algunos casos, las iniciativas supranacionales (como la emisión de títulos en moneda local por parte de instituciones financieras internacionales) han resultado muy útiles para ello, así como para identificar obstáculos de orden regulador. La profundización de los mercados de bonos en moneda local para toda una gama de vencimientos ha animado la participación de inversionistas institucionales como compañías de seguros, fondos de pensiones y de inversión (los cuales a su vez contribuyen a hacerlos aún más profundos). Además, este tipo de mercados ayuda a los agentes a valorar correctamente los riesgos de vencimiento y a protegerse frente a ellos.

Los mercados de deuda también actúan como catalizador de un mejor comportamiento por parte de los sectores público y privado. Por ejemplo, su forma de reaccionar ante posibles déficits fiscales y políticas monetarias laxas puede contribuir a la mejora de las políticas. También pueden contribuir para reforzar la disciplina de mercado entre los bancos y otras entidades financieras y no financieras, reduciendo con ello los riesgos para la estabilidad financiera. En resumen, los mercados de deuda en moneda local han mejorado la capacidad de respuesta de los sistemas financieros de economías emergentes ante perturbaciones.

No obstante, todas estas importantes ventajas no impiden que este cambio en favor de los títulos en moneda local conlleve dos posibles problemas que las políticas tendrían que solucionar.

El primero es el incremento de la exposición a los riesgos de tasa de interés y refinanciación, dado que el vencimiento de los títulos domésticos suele ser más corto que el de los bonos externos. Con todo, dichos riesgos probablemente son menos serios que los que se derivan de grandes descalces cambiarios. En concreto, el riesgo que supone para las finanzas públicas la emisión de deuda en divisas ha sido históricamente superior al derivado de la emisión de deuda a corto plazo en moneda local. Asimismo, el marcado incremento de este tipo de emisión en los últimos años ha consistido principalmente en la emisión de títulos por parte del banco central para financiar o esterilizar los activos oficiales a corto plazo en divisas. El Reporte descubre que el vencimiento medio de la deuda doméstica no relacionada con medidas de esterilización ha tendido a aumentar en los últimos cinco años. Asimismo, las autoridades en numerosas EME siguen alargando activamente la estructura de vencimientos de su deuda en moneda local.

El segundo problema es que, al ser las tasas de interés de los bonos domésticos más altas que las de los externos (incorporando los efectos del tipo de cambio), se incrementan los costos del servicio de la deuda. En muchos de los países que en el pasado han sufrido importantes crisis financieras, los Gobiernos se han preparado desde un principio para pagar mayores tasas de interés con el fin de alargar el vencimiento de sus emisiones. No obstante, unas políticas macroeconómicas más eficaces (que han reducido la inflación) y la favorable coyuntura internacional han contribuido a moderar sustancialmente las tasas de interés a medio y largo plazo en las EME. Este cierre de la brecha entre las tasas de interés para títulos internos y externos ha hecho más atractiva la financiación en moneda local. Con todo, el sostenimiento de este círculo virtuoso exige constante disciplina fiscal y monetaria.

Retos para las políticas

El Grupo de Trabajo apuntó asimismo que es inevitable que surjan riesgos operacionales durante el periodo transitorio, cuando los mercados incipientes carecen todavía de las soluciones con que cuentan los mercados más maduros para funcionar con normalidad incluso en condiciones de volatilidad. Así pues, el Grupo analizó tres importantes retos que se presentan para que los mercados de deuda relativamente nuevos funcionen de la mejor manera para contribuir a la estabilidad financiera. El primero de estos retos es la liquidez, ya que los mercados de bonos han de ser suficientemente líquidos para poder gestionar las posiciones y permitir el rápido ajuste de las carteras sin alteraciones significativas para el mercado. El segundo es el fomento de la emisión de deuda en moneda local por parte del sector privado, no sólo del Gobierno. El tercer y último reto se refiere a los riesgos que podrían surgir si existiera demasiada concentración.

Liquidez

En cuanto a la **liquidez**, hay pruebas de que los mercados de bonos en moneda local se han vuelto más líquidos y resistentes a medida que han ido creciendo. No obstante, el Grupo de Trabajo encontró que los mercados de deuda pública en numerosas EME continúan siendo ilíquidos. Su base inversora local suele ser estrecha, con algunos grandes inversionistas (a menudo claramente sujetos a una estricta regulación) cuya estrategia consiste en comprar y retener valores, limitando con ello la liquidez e incluso la adecuada transmisión de la información sobre los precios. Dado que los mercados de *repos* y de derivados permanecen subdesarrollados (a menudo por culpa de ambigüedades legales, regímenes tributarios o la prohibición de vender títulos en corto), estos inversionistas no pueden prestar los valores y proveer así liquidez a aquellos inversionistas que desean negociar con ellos. En este sentido, también cabe señalar ciertas deficiencias en la infraestructura local de negociación y liquidación.

En cuanto a las políticas diseñadas para proporcionar liquidez, pueden volver a citarse los cinco principios orientadores de un reporte anterior del CGFS⁹¹ sobre el desarrollo de mercados de deuda profundos y líquidos:

- contar con una estructura de mercado competitiva;
- mantener un nivel bajo de fragmentación en el mercado;
- reducir al mínimo los costos de transacción;

⁹¹ Véase CGFS (1999b).

- asegurar una infraestructura de mercado eficaz, sólida y segura;
- fomentar la heterogeneidad de los participantes en el mercado.

El Reporte reconoce que en diversos países es necesario trabajar en estos objetivos e incluye recomendaciones concretas sobre políticas en materia de tributación, calendarios de emisión, transparencia de las operaciones y la necesidad de desarrollar los mercados de *repos*, opciones y futuros.

Emisión por parte del sector privado

La ***emisión privada*** en sentido estricto no se ha desarrollado tanto como muchos habían deseado. Los mercados de deuda corporativa son aún muy poco profundos en la mayoría de países, con la emisión concentrada en unas pocas empresas con elevada calificación. En líneas generales, la titularización sigue siendo limitada. Todo ello implica que aún no se han materializado plenamente los beneficios que los mercados de deuda podrían aportar para la correcta valoración del riesgo en todo el espectro crediticio y para su diversificación. No obstante, el Reporte identifica las claves de algunos de los casos más exitosos de desarrollo de mercados de deuda privada. También cita el declive de la emisión internacional de títulos soberanos que en los últimos dos años ha acompañado al incremento de la emisión internacional por parte de empresas en mercados emergentes.

Concentración de riesgos

El panorama en cuanto a la ***concentración de riesgos*** es más variopinto. En numerosos países, los bancos nacionales son los que mantienen el grueso de los bonos en circulación. En algunos casos, se trata sobre todo de bonos a corto plazo con fines de esterilización, que limitan la exposición de los bancos al riesgo de tasas de interés, mientras que en otros, el sistema bancario concentra riesgos significativos de crédito y de mercado. Sin embargo, a medida que los mercados en moneda local van ganando profundidad, los bancos (y otras entidades) encuentran más sencillo gestionar su exposición a las tasas de interés. Las autoridades supervisoras de algunos países, que vigilan de cerca estos riesgos, afirman que los bancos de su jurisdicción cubren de hecho dichas posiciones. Además, los bancos pueden liquidar sus posiciones con riesgo de tasas de interés a través de bonos más fácilmente que cuando se exponían a este riesgo mediante préstamos a empresas. No obstante, el Grupo de Trabajo subrayó la necesidad de vigilar de cerca dichas posiciones.

Otro importante aspecto de la dispersión de riesgos lo constituyen las tenencias de bonos por los no residentes. Si éstos mantienen una proporción significativa de deuda doméstica (como suelen hacer con los bonos internacionales), los riesgos se expanden hacia los inversionistas internacionales, quienes al mantener bonos locales como parte de su estrategia de diversificación, pueden mostrar mayor tolerancia y preferencia por el riesgo idiosincrásico. Con el resto de factores constantes, el riesgo de incumplimiento para la deuda soberana en moneda local es mucho menor que en el caso de divisas. Muchos consideraban que la presencia de inversionistas extranjeros podría estabilizar el mercado interno, pero también reconocían que la mayor apertura de la cuenta de capitales podría acentuar la reacción de los tipos de cambio y de los mercados financieros frente a las perturbaciones, tal vez con mayor probabilidad en las primeras fases del desarrollo de los mercados financieros, cuando estos aún no eran muy profundos.

El Grupo de Trabajo encontró claros síntomas de que la inversión extranjera en los mercados de deuda en moneda local ha ido aumentando en los últimos años. Los datos sobre posiciones directas que proporcionan los países de destino, de los que se desprende que los no residentes suelen mantener sólo una pequeña parte de los bonos en moneda local (a excepción de Europa central, México y Turquía), sólo dan una idea parcial. Del diálogo con inversionistas privados y autoridades en diferentes países se infiere que las posiciones subyacentes de los no residentes son en algunos casos (incluidos Brasil y Corea)

considerablemente mayores de lo que sugieren los datos sobre posiciones directas. Ello se debe principalmente a la utilización de derivados, que permiten tomar posiciones sintéticas en los mercados en moneda local. También hay indicios de que los inversionistas no residentes negocian más activamente que los residentes.

Dado que los bonos en moneda local ofrecen a los inversionistas extranjeros una forma atractiva de mejorar el rendimiento y diversificar su inversión, parece probable que continúe en los próximos años este sustancial crecimiento, incluso aunque se produzcan reversiones cíclicas. Conforme crece la proporción de bonos en moneda local en las carteras de los inversionistas de todo el mundo, los encargados de monitorear los riesgos para la estabilidad financiera tendrán que contar con más datos fiables y comparables internacionalmente.

Sin duda, estos retos son de una proporción formidable y el desarrollo de mercados de deuda en moneda local requiere un esfuerzo persistente a lo largo de muchos años. No obstante, este Reporte muestra cómo numerosos países, que a menudo partían de condiciones desfavorables, han conseguido desarrollar estos mercados con mayor éxito de lo que muchos creían posible tan sólo hace unos años. Este logro debería animar a otros países a redoblar sus esfuerzos para desarrollar sus propios mercados.

Referencias

- Acevedo, P, E Alberola y C Broto (2006): *Local debt expansion ... vulnerability reduction? An assessment for six emerging markets*, Banco de España, noviembre.
- Allen, M, C Rosenberg, C Keller, B Setser y N Roubini (2002): «A balance sheet approach to financial crisis», *IMF Working Paper* 02/210.
- Amante, A, M Araujo y S Jeanneau (2007): «The search for liquidity in the Brazilian domestic government bond market», *BIS Quarterly Review*, junio.
- Anderson, P (1999): *Sovereign debt management in an asset-liability management framework*, presentado en 2nd Sovereign Debt Management Forum, Banco Mundial, Washington DC, 1–3 noviembre.
- Armas, A, A Ize y E Levy-Yeyati (2006): *Financial dollarization: the policy agenda*, Palgrave Macmillan.
- Asian Development Bank (2006): *Asia Bond Monitor 2006*, noviembre.
- Banco de Pagos Internacionales, BPI (2000): «Managing foreign debt and liquidity risks», *BIS Policy Papers*, nº 8, septiembre.
- BPI (2002): «The development of bond markets in emerging economies», *BIS Papers*, nº 11, junio–julio.
- BPI (2006a): «Developing corporate bond markets in Asia», *BIS Papers*, nº 26, agosto.
- BPI (2006b): «The banking system in emerging economies: how much progress has been made?», *BIS Papers*, nº 28, agosto.
- BPI (2006c): «Asian bond markets: issues and prospects», *BIS Papers*, nº 30, noviembre.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2006): *Living with debt*.
- Banco Mundial, BM (2001): *Developing government bond markets: a handbook*, Washington DC.
- BM (2006a): «*East Asian finance – the road to robust markets*», Washington DC.
- BM (2006b): *Pension reform and the development of pension systems*, Washington DC.
- BM (2006c): *Unlocking Indonesia's Domestic Financial Resources for Development: The Role of Non-Bank Financial Institutions*, El Banco Mundial.
- Bank of Japan (2006): «Changes in hedge fund investment behavior and the impact on financial markets», *Bank of Japan Review*, diciembre.
- Battelino, R (2005): «Recent developments in Asian bond markets», address to 17th Australasian Finance & Banking Conference, Sydney, 15 diciembre 2004, *Reserve Bank of Australia Bulletin*, enero, pp 8–16.
- Bayliss, J (2004): «Emerging markets' external debt as an asset class», *JPMorgan Emerging Markets Research*.
- Bleakey, H y K Cowan (2005): «Corporate dollar debt and devaluations: much ado about nothing?», mimeo.
- Bordo, M, C Meissner y A Redish (2002): *How «original sin» was overcome: the evolution of external debt denominated in domestic currencies in the United States and the British Dominions 1800–2000*, mimeo.
- Burger, J y F Warnock (2003): «Diversification, original sin and international bond portfolios», *International Finance Discussion Papers*, nº 755, Federal Reserve Board, abril.

Burger, J y F Warnock (2004): «Foreign participation in local-currency bond markets», *International Finance Discussion Papers*, n° 794, Federal Reserve Board, febrero.

Caprio, G y A Demirgüç-Kunt (1998): «The role of long-term finance: theory and evidence», *Policy Research Working Paper*, n° 1746, abril 1997, *World Bank Research Observer*, mayo 1998.

Comité sobre el Sistema Financiero Global, CGFS (1999a): «A review of financial market events in autumn 1998», *CGFS Papers*, n° 12, octubre.

CGFS (1999b): «CGFS issues recommendations for the design of liquid markets», *CGFS Papers*, n° 13, octubre.

CGFS (2000): «Stress testing by large financial institutions: current practice and aggregation issues», *CGFS Papers*, n° 14, abril.

CGFS (2007): «Institutional investors, global savings and asset allocation», *CGFS Papers*, n° 27, febrero.

Ciarlone, A, P Piselli y G Trebeschi (2006): *Demand and supply of local bonds: preliminary evidence from a new dataset*, Banco de Italia, octubre.

Cifuentes, R, J Desormeaux y C Gonzalez (2002): «Capital markets in Chile: from financial repression to financial deepening», en *BIS Papers*, n° 11, «The development of bond markets in emerging economies», Banco de Pagos Internacionales, Basilea, junio, pp 86–102.

Claessens, S, D Klingebiel y S Schmukler (2003): «Government bonds in domestic and foreign currency: the role of macroeconomic and institutional factors». CEPR Working Paper n° 3789.

Cowan, K, E Hansen y L Herrera (2005): «Currency mismatches, balance sheet effects, and hedging in non-financial corporations», *Central Bank of Chile Working Paper*, n° 346, diciembre.

Credit Suisse (2006): «Emerging markets sovereign strategy focus, portfolio allocation trends in EM pension funds: lessons for Mexico», *Fixed Income Research*, octubre 2006.

CSFB (2006): *Mexican exchange warrants update*, julio.

Dalla, I (2003): *Harmonization of bond market rules and regulations*, Asian Development Bank, agosto 2003.

Deutsche Bank (2005): Valuing Mexico's offer of exchange warrants, Deutsche Bank, noviembre 2005.

Deutsche Bundesbank (1997): «The securitised money market in Germany», *Monthly Bulletin*, octubre.

Drudi, F y R Giordano (2000): *Default risk and optimal debt management*. *Journal of Banking and Finance* 24, pp 861–891.

Eichengreen, B, E Borensztein y U Panizza (2006): *Building bond markets in Latin America*, manuscrito no publicado, University of California.

Financial Stability Forum (2000): *Report of the Working Group on capital flows*, Financial Stability Forum, Basilea, abril.

Financial Stability Institute (2006): *Implementation of the new capital adequacy framework in non-Basel Committee member countries by FSI staff*, publication n° 6, septiembre.

Fleming, M y A Sarkar (1999): «Liquidity in US Treasury spot and futures markets», en *Market Liquidity: research findings and selected policy implications*, *Report of a study group established by the CGFS of the central banks of the Group of Ten countries*.

Fondo Monetario Internacional, FMI (2005): «Are emerging market countries learning to float?», *IMF Working paper* 05/98, mayo.

FMI (2006): Global financial stability report, Market developments and issues, septiembre 2006.

FMI (2007): «Changes in the international investor base and implications for financial stability», Global Financial Stability Report, abril.

FMI y Banco Mundial (2003): *Guidelines for Public Debt Management*, diciembre 2003, Washington DC.

Fritsch, W (2004): *Building strong local securities markets*, Bank of Canada Review, otoño, resumen de G20 Workshop on Developing Strong Domestic Financial Markets, 26–27 abril 2004.

G8 (2007): «G8 action plan for developing local bond markets in emerging market economies and developing countries», Potsdam, 19 mayo 2007.

Giacomelli, D y F Pianetti (2005): «Expanding the efficient frontier», *JPMorgan Emerging Markets Research*.

Gobierno Federal de México (2006): Plan Anual de Financiamiento 2007, Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Goldfajn, I (1998): «Public debt indexation and denomination: the case of Brazil», *IMF Working Paper* 98/18.

Goldstein, M y P Turner (2004): *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington DC.

Goldstein, M y A Wong (2005): «What might the next emerging-market financial crisis look like?», en Caprio, G, J A Hanson y R E Litan (2005): *Financial crises: lessons from the past, preparation for the future*, Brookings Institution Press y el Grupo del Banco Mundial.

Grandes, M y M Peter (2005): «How important is sovereign risk in determining corporate default premia? The case of South Africa», *IMF Working Paper* 05/217, noviembre, Washington DC.

Greenspan, A (1999a): «Currency reserves and debt», discurso pronunciado en la conferencia del Banco Mundial sobre tendencias recientes en la gestión de reservas, 29 abril, 1999.

Greenspan, A (1999b): «Lessons from the Global Crises», Grupo del Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional, Program of Seminars, 27 septiembre, Washington DC.

Guidotti, P (1999): Discurso en el seminario del G33 en Bonn, abril.

Hail, L y C Leuz (2005): «International differences in the cost of equity capital: do legal institutions and securities regulation matter?», Rodney L White Center for Financial Research, *Working Paper* nº 17–04.

Häusler, G (2007): «Developing bond markets in emerging market economies», G8 High-level Workshop, mayo, Fráncfort del Meno (www.bundesbank.de).

Hawkins, J (2002): «Bond markets and banks in emerging economies», *BIS Papers*, nº 11, Banco de Pagos Internacionales.

Ibrahim, M y A Wong (2006): «The corporate bond market in Malaysia», *BIS Papers*, nº 26, febrero.

Ize, A y E Levy-Yeyati (2003): «Financial dollarization», *Journal of International Economics*, Elsevier, vol 59(2), pp 323–47, marzo.

Ize, A y E Levy-Yeyati (2005): «Financial de-dollarization: is it for real?», *IMF Working Paper* 05/187, septiembre.

Jeanne, O y A Guscina (2006): «Government debt in emerging market countries; a new data set», *IMF Working Paper* 06/98.

Jeanneau, S y C Pérez Verdia (2005): «Reducing financial vulnerability: the development of the domestic government bond market in Mexico», *BIS Quarterly Review*, diciembre, pp 95–107.

Jeanneau, S y C Tovar (2006): «Los mercados de deuda nacional en América Latina: logros y retos», Informe Trimestral del BPI, junio.

JP Morgan Securities Ltd (2007): «Emerging markets evolve as an asset class», *Emerging Markets Research*, febrero.

JPMorgan Chase (2005): *Mexico exchange warrants*, noviembre.

Kamil, H (2004): «A new database on the currency composition and maturity structure of firms' balance sheets in Latin America, 1990–2002», Banco Interamericano de Desarrollo, mimeo.

Kotlikoff, L (1999): *The World Bank's approach and the right approach to pension reform*, Banco Mundial, mimeo.

Lee, M-J y S-H Kim (2006): «Developing the corporate bond market: the Korean experience», en *BIS Papers*, nº 26, «Developing corporate bond markets in Asia», febrero, pp 96–113.

Levy-Yeyati, E (2006): «Financial dollarization», *Economic Policy*, enero, pp 61–118.

Library of Congress (2004): Today in History: January 4, en <http://memory.loc.gov/ammem/today/jan04.html>.

Martinez, L y A Werner (2002): «The exchange rate regime and the currency composition of corporate debt: the Mexican experience», *Journal of Development Economics*, 69, pp 315–34.

McCauley, R y E Remolona (2000): «Size and liquidity of government bond markets», *BIS Quarterly Review*, noviembre, pp 52–60.

Mehl, A y J Reynaud (2005): «The determinants of “domestic” original sin in emerging market economies», *ECB Working Paper*, nº 560.

Michie, R (1999): *The London Stock Exchange: a history*, Oxford University Press, 1999.

Mishkin, F (2006): *The next great globalization: how disadvantaged nations can harness their financial systems to get rich*, Princeton University Press, Princeton NJ.

Mohanty, M (2002): «Improving liquidity in government bond markets: what can be done?», en *BIS Papers*, nº 11, «The development of bond markets in emerging economies», Banco de Pagos Internacionales, Basilea, junio, pp 49–80.

Mohanty, M y P Turner (2006): «Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications?», *BIS Quarterly Review*, Banco de Pagos Internacionales, septiembre.

Moreno, R (2006): «*The changing nature of risks facing banks*», en *BIS Papers*, nº 28, agosto.

Muranaga, J y T Shimizu (1999): «Market microstructure and market liquidity», *Bank of Japan Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Paper Series*.

Persectivas de la Economía Mundial (2005): «Does inflation targeting work in emerging markets?» septiembre 2005, Chapter IV, p 162.

Price, R (1997): «The Rationale and Design of Inflation-Indexed Bonds», *IMF Working Paper* nº 97/12, enero 1997.

Reddy, Y (1997): «Exchange rate management: dilemmas», discurso inaugural en la XIIIth National Assembly of the Forex Association of India, Goa, 15 de agosto, reproducido en Y Reddy, *Monetary and financial sector reforms in India: a central banker's perspective*, UBS Publishers' Distributors, New Delhi, 1999, pp 202–14.

Reddy, Y (2002): «Issues and challenges in the development of the debt market in India», en *BIS Papers*, nº 11.

Redrado, H, J Carrera, D Bastourre y J Ibarlucia (2006): «The economic policy of foreign reserve accumulation: new international evidence», *Working Paper*, nº 13, Banco Central de Argentina, 2006.

Reserve Bank of India (2004): *Report on trend and progress of banking in India 2003–04*, Chapter VII, Financial Stability.

Rosenberg, C, I Halikias, B House, C Keller y J Nystedt (2005): «Debt-related vulnerabilities and financial crises», *IMF Occasional Paper*, nº 240, Washington DC.

Samans, R, M Uzan y A Lopez-Carlos (2007): *The International monetary system, The IMF, and the G20: a great transformation in the making?* World Economic Forum.

Schulte, W y R Violi (2001): «Interactions between cash and derivatives bond markets: some evidence for the euro area», en *BIS Papers*, nº 5, «The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists», Basilea, octubre, pp 67–112.

Sokoler, M (2002): «The importance of a well developed bond market – an Israeli perspective», en *BIS Papers*, nº 11, Banco de Pagos Internacionales.

Tovar, C (2005): «Deuda pública internacional denominada en moneda local: evolución más reciente en América Latina», Informe Trimestral del BPI, diciembre 2005.

Turnbull, J (2006): *Financial stability: a global public good*, International Task Force on Global Public Goods: Financial Stability 2006.

Turnbull, J (2007): *Turnover in emerging bond markets*, Banco de Pagos Internacionales, Basilea, enero.

Turner, P (2003): «Bond market development: what are the policy issues?», en R Litan, M Pomerleano y V Sundarajan (eds), *The future of domestic capital markets in developing countries*, Brookings Institution Press, Washington DC.

Wheeler, G (2004): *Sound practice in government debt management*, Banco Mundial, abril 2004.

Wolff-Hamacher, S (2006): «Local currency bond issues by international financial institutions», documento de fondo para el Grupo de Trabajo sobre estabilidad financiera y mercados de bonos en moneda local, Comité sobre el Sistema Financiero Global, diciembre.

Anexo 1: mandato

Las deficiencias de los balances financieros debidas a descalces de moneda han sido fundamentales en las crisis por las que han atravesado las economías de mercado emergentes. No obstante, en los últimos años se ha reducido la dependencia de títulos de deuda en moneda extranjera y se han profundizado los mercados de bonos locales, si bien muchos de ellos todavía se encuentran en una etapa temprana de desarrollo, caracterizada por falta de liquidez y escasa emisión de deuda del sector privado. Asimismo, se han constatado inconsistencias entre la información facilitada por los distintos países, especialmente a nivel sectorial. Por último, han surgido diversos problemas para la estabilidad financiera, como nuevos riesgos para los prestatarios y los inversionistas (ya sean residentes o no) y la expansión de nuevos instrumentos financieros la cual puede haber dificultado el monitoreo de dichos riesgos. Para fomentar un mejor entendimiento de estos asuntos, se encomendó al Grupo de Trabajo del CGFS sobre *Estabilidad financiera y mercados de bonos en moneda local* lo siguiente:

- (i) Presentar a grandes rasgos la labor llevada a cabo en otros foros sobre análisis y medición, especialmente en relación con los retos concretos que plantean para la estabilidad financiera los mercados de bonos «jóvenes» y la disponibilidad de información estándar sobre las posiciones de balance de los distintos sectores.
- (ii) Analizar hasta qué punto la emisión de deuda en moneda local mejora la intermediación financiera doméstica (por ejemplo, reduciendo la fuga de capitales, canalizando el ahorro hacia instrumentos domésticos, ayudando a los bancos y otras instituciones a cubrir sus riesgos de vencimiento, etc.).
- (iii) Considerar la dimensión internacional de estas evoluciones, en especial con respecto a las posiciones de no residentes en bonos locales y de residentes en deuda externa. ¿Qué determina la forma en la que los no residentes deciden participar en los mercados en moneda local y qué motiva las emisiones de grandes empresas mundiales en estos mercados? ¿En qué medida se han internacionalizado los mercados locales de renta fija? ¿Se han hecho más opacos los flujos transfronterizos de capitales hacia los títulos de deuda?
- (iv) Determinar cómo podría cuantificarse la exposición al riesgo de diversos sectores a raíz de su endeudamiento (por ejemplo, descalces de moneda, cambios en la duración de la deuda y exposición al riesgo de tasas de interés). ¿Cómo puede facilitarse el monitoreo de la exposición a los riesgos de crédito y de mercado?
- (v) Analizar el impacto de estas evoluciones sobre la estabilidad financiera, especialmente el ímpetu dado a los instrumentos derivados en moneda local, la labor desempeñada por los mercados exteriores y la creciente importancia de los fondos de inversión locales. ¿Cuáles son las consecuencias para la volatilidad, la concentración y la liquidez del mercado en situaciones de tensión financiera? ¿Cómo podrían influir ciertas decisiones de política económica (especialmente cambios en el régimen cambiario) en el desarrollo de los mercados de bonos locales y en la estabilidad financiera?

Anexo 2: desdolarización

Las autoridades económicas de algunos países de América Latina y Europa central han tenido que enfrentarse al problema del alto grado de dolarización, es decir, la utilización del dólar de Estados Unidos u otra divisa como sustituto de la moneda nacional en las transacciones y contratos financieros y como depósito de valor⁹². En momentos de agitación económica, la dolarización se ha considerado como una buena alternativa para restablecer la confianza en la economía local, dado que mantiene la actividad económica al proporcionar precios predecibles y ayudar a estabilizar la credibilidad en términos de solvencia de las instituciones financieras.

En muchos sistemas de mercado emergentes es común un cierto grado de dolarización, especialmente para préstamos a largo plazo. En América Latina, Perú es la economía más dolarizada, con el 70% de sus préstamos bancarios domésticos denominados en moneda extranjera en 2005. En Asia, el porcentaje de Filipinas ese mismo año era del 28%, mientras que en Europa central, Hungría registraba una proporción del 47% (véase el Cuadro 1 de este anexo).

El proceso de dolarización (o para ser más precisos de «eurización» en el caso de Europa central) parece haberse acentuado en los países centroeuropeos (hasta el 27% en 2005), pero se habría reducido en América Latina. En este sentido, las diferencias entre países dependen de la credibilidad de su política macroeconómica y de la calidad de sus instituciones. Como es lógico, las economías dolarizadas cuentan con una mayor proporción de deuda pública denominada en divisas (36% en el caso de Perú en 2005, 41% en Filipinas y 27% en Hungría).

Sin embargo, esta solución no es idónea. Los sistemas financieros dolarizados suelen ser menos profundos y los que sólo lo están parcialmente, suelen resultar más frágiles. La instauración de un marco eficaz para la política monetaria puede estimular la confianza en la moneda local, lo que a su vez puede ayudar a crear las condiciones necesarias para un sistema financiero más profundo y estable. Así pues, la desdolarización se ha convertido en uno de los principales objetivos de las economías parcialmente dolarizadas. La desdolarización ofrece a los bancos centrales mayor capacidad para modelar su política monetaria según sus propios objetivos, al tiempo que refuerza la interacción entre las tasas de interés domésticas y la demanda agregada y permite la oscilación de los tipos de cambio, mejorando con ello la transmisión de la política monetaria. También puede mejorar la capacidad del banco central de actuar como prestamista de última instancia y puede propiciar mayores oportunidades de señoreaje a raíz de la mayor demanda de dinero doméstico, que puede resultar una importante fuente de ingresos para algunos países de renta baja.

⁹² En este anexo se considera únicamente la dolarización parcial, en la que la moneda extranjera circula junto a la local y puede utilizarse para denominar cuentas corrientes y otros activos financieros. La dolarización completa o de derecho se refiere a la adopción oficial de la moneda de otro país, como ha ocurrido en Ecuador, El Salvador y Panamá. Argentina consideró esta posibilidad a finales de los años 90 como alternativa a su sistema de caja de conversión, pero la desechó por motivos de señoreaje.

Anexo 2, Cuadro 1

Depósitos y préstamos bancarios en moneda extranjera

En porcentaje del total de depósitos y préstamos

	2000		2005	
	Depósitos	Préstamos	Depósitos	Préstamos
América Latina	21	45	6	17
Colombia	...	8	...	6
México	7	32	8	16
Perú	74	82	65	70
Asia, grandes economías	7	7	5	5
Corea	5	10	4	4
Taiwan (China)	9	4	8	3
Asia, otros	14	12	12	10
Filipinas	62	18	56	28
Malasia	2	2	3	2
Europa Central	19	24	17	29
Hungría	34	39	28	47
Polonia	17	21	16	26
República Checa	15	21	12	13
Sudáfrica	5	9	3	1
Turquía	45	33	35	16

Nota: depósitos de/préstamos a entidades no bancarias según Cuadro 5b de la encuesta del Grupo de Trabajo (véase el Cuadro Anexo 12 para conocer más detalles).

Fuentes: encuesta del Grupo de Trabajo; BPI.

La desdolarización forzada (Bolivia en 1982, Perú en 1985, y más recientemente Argentina) no es probable que tenga éxito a menos que vaya acompañada de una reorientación radical de las políticas macroeconómicas. Los residentes podrían evadir fácilmente las normas que impone la desdolarización transfiriendo sus recursos financieros hacia otros países y sumergiéndose en la clandestinidad a la economía dolarizada. Por ello, recientemente se han implantando políticas para fomentar la desdolarización voluntaria haciendo más atractiva la moneda local⁹³.

⁹³ Para saber más al respecto, véase Armas, Ize y Levy-Yeyati (2006) y sobre todo Ize y Levy-Yeyati (2005).

Anexo 2, Recuadro 1

La desdolarización del sistema bancario de Perú

El rápido crecimiento de los bonos gubernamentales nominales en moneda local (por encima del 73% en el periodo 2002–05) permitió la creación de una curva de rendimientos en este país y animó a las empresas e instituciones financieras a emitir bonos en dicha moneda, ayudando así a alargar el vencimiento de este tipo de títulos; al mismo tiempo, se observó un descenso en la emisión de bonos ligados a la inflación y denominados en divisas. Las ventajas obtenidas han sido considerables:

- los préstamos en dólares han disminuido, al preferir los inversionistas institucionales los bonos en moneda local y al crecer rápidamente los depósitos;
- ante las nuevas oportunidades que ofrece el mercado de bonos en moneda local, los fondos de pensiones están manteniendo una mayor proporción de sus aportaciones en dicha moneda en vez de permutarlas por dólares;
- los bancos han dejado de interesarse tanto por los grandes clientes corporativos para centrarse ahora en las pequeñas y medianas empresas y en los consumidores;
- dado que las tasas de interés aplicadas a los préstamos domésticos son inferiores a las de los préstamos en divisas, las empresas se están decantando cada vez más por los primeros.

Tanto el desarrollo del mercado de bonos en moneda local como el proceso de desdolarización del sistema bancario han sido posibles gracias al estable entorno macroeconómico. El Banco Central de Reserva del Perú, consciente de los riesgos cambiarios y de liquidez relacionados con la desdolarización, está adoptando medidas en pos de la estabilidad financiera. En 2002, adoptó un sistema de objetivo de inflación del $2,5\% \pm 1$ punto porcentual, así como de objetivos para la tasa de interés a un día. Para hacer frente a estos riesgos, está intentando reducir la volatilidad del tipo de cambio, exigiendo a los bancos mantener grandes reservas en sus pasivos en moneda extranjera y manteniendo un elevado nivel de reservas internacionales en el banco central.

El desarrollo de mercados de bonos en moneda local puede ser eficaz para la desdolarización voluntaria. En el Recuadro 1 de este anexo se describe la estrategia adoptada por Perú recientemente para aumentar el costo de la intermediación en dólares y ampliar la gama de instrumentos alternativos en moneda local y mejorar su atractivo. En los talleres de trabajo celebrados en América Latina se concluyó que esta medida (que incluye la ampliación de la curva de rendimientos hasta los 20 años) de hecho ha ayudado a reducir la dolarización y los descalces de moneda y de vencimientos asociados a ella.

Anexo 3: los bonos en moneda local, su rendimiento y su correlación con los mercados mundiales

A juzgar por el enorme interés que han despertado en los inversionistas extranjeros los mercados de bonos en moneda local emitidos por entidades de mercados emergentes, parece que éstos les han reportado sustanciales rendimientos en los últimos años. En concreto, pueden destacarse tres dimensiones de dicho rendimiento: su valor medio, su varianza y su covarianza con otros activos de una cartera global. A continuación se analiza por separado cada uno de estos aspectos⁹⁴.

Carteras basadas en índices

El Cuadro 1 de este anexo presenta algunas estadísticas sobre el rendimiento de los bonos en moneda local durante el periodo comprendido entre enero de 2002 y diciembre de 2006, que resultó extremadamente favorable para los mercados emergentes, algo que debe tenerse en cuenta al considerar el análisis a continuación.

El **rendimiento anual medio** de una cartera sin coberturas modelada con el índice Government Bond Index de JPMorgan Chase para bonos de mercados emergentes (GBI EM) fue del 17,1% en términos de dólares. Sin embargo, con cobertura del riesgo cambiario se habría obtenido de media sólo un 6,1%. El rendimiento sin coberturas todavía es superior al del índice global de referencia para deuda pública de países desarrollados (GBI G en el Cuadro 1 de este anexo). El tamaño de esta diferencia según haya cobertura o no muestra la importancia que han tenido las oscilaciones del tipo de cambio. En concreto, se ha incumplido la condición de paridad de la tasa de interés, es decir, la tasa de depreciación nominal de las monedas de las economías emergentes fue inferior al diferencial entre la tasa de interés inicial y la tasa de interés en dólares de Estados Unidos. Esto se explica en parte por la prima de riesgo percibida por mantener una moneda más volátil. Sin embargo, no es probable que pueda replicarse parte de este diferencial de rentabilidad, ya que responde al hecho de que los fundamentos económicos en numerosas economías de mercado emergentes (EME) han mejorado durante los últimos dos o tres años mucho más de lo previsto en 2002.

La segunda dimensión importante es la **varianza de los rendimientos**. Aunque la volatilidad de los bonos de las EME es mucho mayor que la de los principales países industriales⁹⁵, los cálculos muestran que, en los últimos años, la razón de Sharpe (el rendimiento medio dividido entre la varianza) de los primeros ha superado con mucho a la de los índices de referencia gubernamentales clásicos en dólares, euros y yenes⁹⁶. Dado que este indicador suele rondar el 0,5, los valores registrados han animado a los inversionistas mundiales a incluir en sus carteras deuda en moneda local. Con todo, las estimaciones de la varianza media de los rendimientos con respecto a los títulos de deuda de las EME para periodos largos no son necesariamente indicativas de la varianza cuando

⁹⁴ No debe olvidarse que las distribuciones de rendimientos suelen estar sesgadas y presentar «colas gruesas», algo que no puede identificarse simplemente mediante su media y su covarianza.

⁹⁵ No obstante, las estimaciones estadísticas de la volatilidad presentan un sesgo a la baja para títulos que no se negocian con frecuencia.

⁹⁶ Normalmente, la razón de Sharpe para carteras de bonos y acciones de países desarrollados suele ser inferior a 0,5, en comparación con los valores superiores a 1 que recoge el Cuadro 1 del presente anexo.

crece la volatilidad en los mercados internacionales de capitales⁹⁷. Las observaciones durante periodos más cortos indican que la volatilidad en el mercado de bonos en moneda local tiene tendencia a aumentar de forma más marcada que en los mercados desarrollados durante periodos de tensión de mercado (véase el panel izquierdo del Gráfico 1 de este anexo).

Anexo 3, Cuadro 1

**Riesgo-rendimiento y beneficios de diversificación
frente a otros activos de renta fija**

De enero de 2002 a diciembre de 2006

Descripción	Rendimiento anual	Volatilidad anual	Razón de Sharpe ¹	Correlación con GBI G ²	Correlación con US HY ³	Correlación con LEHAG ⁴	Correlación con EMBI+ ⁵
GBI EM, sin cobertura	17,1%	9,5%	1,53	0,25	0,37	0,37	0,41
Cobertura frente a USD	6,1%	3,3%	1,05	0,57	0,27	0,59	0,39
Asia, sin cobertura	7,9%	5,4%	0,98	0,45	0,11	0,44	0,31
Cobertura frente a USD	5,2%	4,0%	0,63	0,52	0,09	0,46	0,23
Europa, sin cobertura	16,7%	12,2%	1,16	0,34	0,27	0,35	0,36
Cobertura frente a USD	5,0%	3,6%	0,66	0,49	0,10	0,47	0,32
América Latina, sin cobertura	8,9%	9,6%	0,66	0,17	0,45	0,19	0,52
Cobertura frente a USD	7,9%	4,8%	1,09	0,27	0,55	0,38	0,63
GBI G, sin cobertura	8,4%	7,8%	0,27	–	0,09	0,66	0,29
Cobertura frente a USD	7,9%	4,8%	1,09	–	0,00	0,87	0,32

¹ Relación entre el diferencial de rendimiento del índice con respecto al rendimiento libre de riesgo en dólares de EEUU y la volatilidad del rendimiento del índice. ² Correlación del rendimiento total con respecto al índice de referencia global para deuda pública de países desarrollados, cubierto con dólares de Estados Unidos. ³ Correlación del rendimiento total con respecto al índice de referencia de deuda de alto rendimiento en Estados Unidos. ⁴ Correlación del rendimiento total con respecto al índice de referencia Lehman Aggregate. ⁵ El índice EMBI+ se compone de bonos denominados en dólares de Estados Unidos y préstamos negociados emitidos por soberanos con calificación BBB+ o inferior.

Fuentes: JPMorgan Chase; Lehman Brothers; cálculos del BPI.

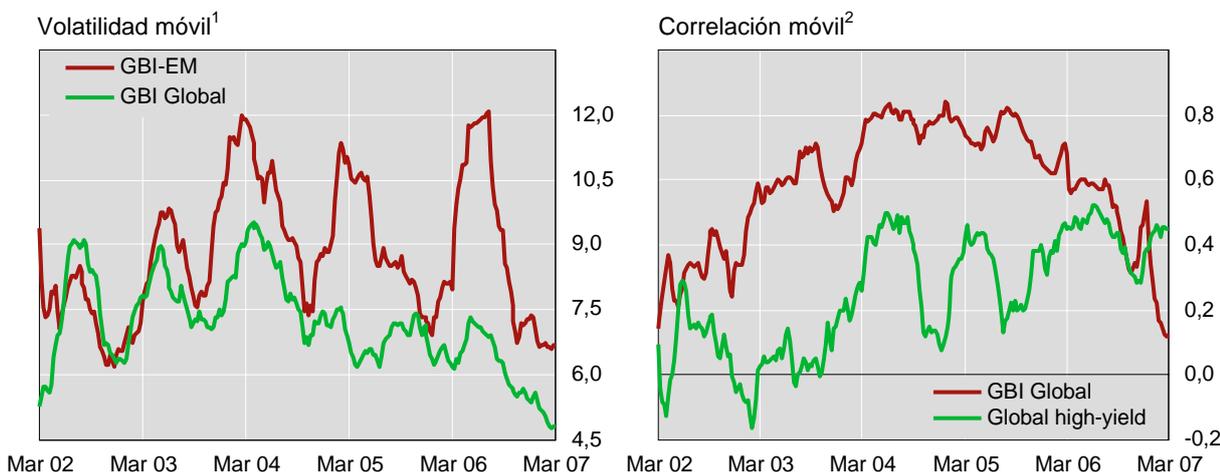
⁹⁷ El FMI (2006) argumenta que las condiciones en los mercados financieros mundiales afectan principalmente a la varianza de los precios de los activos de mercados emergentes, y no tanto a los precios medios.

La tercera y última característica es la **covarianza** entre el rendimiento de una cartera compuesta por bonos en moneda local de mercados emergentes y el rendimiento de una cartera tradicional de deuda pública de países desarrollados. La correlación media con el GBI G para el periodo completo es más bien baja (0,25 en el Cuadro 1 de este anexo⁹⁸) pero aumenta para periodos más cortos (panel derecho). Por tanto, los bonos en moneda local de economías emergentes parecen ofrecer a los inversionistas internacionales un buen instrumento de diversificación en un horizonte a medio plazo. Entre los mercados de bonos locales, parece que los asiáticos muestran mayor correlación con los bonos gubernamentales de países desarrollados que con los bonos corporativos de alto rendimiento (véase dicho cuadro). Esto podría obedecer simplemente al grado de inversión del que gozan los bonos asiáticos en moneda local y del que carecen muchos de los bonos en moneda local de América Latina. Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, podría inferirse que si aumentara la preocupación por la calidad crediticia, los mercados de bonos latinoamericanos podrían verse más afectados que los asiáticos.

Anexo 3, Gráfico 1

Correlaciones y volatilidades de los rendimientos

A partir de los rendimientos diarios sin cobertura en términos de dólares de EEUU, medias semanales



Nota: GBI = índice de bonos gubernamentales.

¹ Desviación estándar de las oscilaciones diarias porcentuales para una ventana móvil centrada de 90 días, anualizada. ² Correlación con el GBI-EM (GBI para títulos en moneda local de mercados emergentes) para una ventana móvil centrada de 90 días.

Fuente: JPMorgan Chase.

Los trabajos preliminares del BPI indican que las covarianzas han permanecido comparativamente bajas incluso en periodos recientes de tensión en los mercados, como parece confirmarse con el repunte de turbulencias que azotó los mercados financieros mundiales en mayo de 2006, en el que las ventas generalizadas fueron mayores en los mercados de bonos en moneda local que en los de bonos internacionales similares. Aunque la liquidez se evaporó en muchos mercados, las tasas de los bonos a largo plazo apenas subieron en algunos de ellos. Sin embargo, en algunos países, la considerable retirada de

⁹⁸ Véase por ejemplo «Emerging markets evolve as an asset class», JPMorgan Emerging Markets Research (2007), Giacomelli y Pianetti (2005) y Jeanneau y Tovar (2006).

los inversionistas extranjeros de los mercados en moneda local conllevó marcadas depreciaciones de numerosas monedas de mercados emergentes, al ser los no residentes vendedores netos de posiciones en divisas.

Bonos de referencia específicos

También despierta interés la evolución de determinados bonos individuales (de referencia), cuyas oscilaciones mensuales entre 2003 y 2006 recoge el Cuadro 2 más abajo. En él se observa que los rendimientos de la deuda pública en euros y libras esterlinas, así como en dólares de Australia y Hong Kong (todos ellos mercados con gran actividad extranjera) responden en gran medida a las oscilaciones mensuales de los bonos del Gobierno de Estados Unidos (véanse las estadísticas *t* en la última columna). Además los coeficientes de correlación son relativamente elevados.

Sin embargo, los rendimientos de numerosos bonos de mercados emergentes reaccionan mucho menos a los cambios en las tasas estadounidenses, lo que puede deberse a la falta de integración con los mercados internacionales de capitales (ya sea por la presencia de controles de capital o por que los inversionistas locales «cautivos» no son sensibles a las condiciones de los mercados globales). También podría deberse a la influencia de las grandes oscilaciones de la solvencia percibida (por ejemplo en Brasil y Turquía), lo que explicaría por qué el índice estadounidense para títulos sin grado de inversión no está estrechamente correlacionado con el de la deuda pública de dicho país a 10 años. En los talleres regionales con agentes del mercado y en los debates con representantes de los principales centros financieros quedó claro que los inversionistas extranjeros están aumentando su actividad con bonos en moneda local sirviéndose para ello de una gama más amplia de intermediarios financieros. En resumen, comienza a reconocerse que este tipo de inversiones puede elevar los rendimientos de una cartera construida de forma óptima para un determinado nivel de volatilidad.

Anexo 3, Cuadro 2

Rendimiento de bonos gubernamentales en moneda local con vencimientos cercanos a 10 años¹, 2003–2006

	Rendimiento medio	Desviación estándar	Coef. de correlación con bonos EEUU²	Coefficiente estimado³	Estadísticas <i>t</i>
América Latina	...	...	...	...	...
Argentina (03/2003–)	6,9	1,1	0,33	1,04	2,26
Brasil (12/2003–10/2006)	16,4	1,2	0,16	0,45	0,91
Chile	5,4	0,6	0,18	0,24	1,25
Colombia (–09/2006)	12,2	2,5	0,29	0,71	1,99
México	10,4	2,7	0,44	1,46	3,33
Asia	...	...	...	...	...
Corea	5,0	0,4	0,43	0,52	3,26
India	6,5	0,9	–0,05	–0,06	–0,36
Indonesia (07/2003–)	11,9	1,2	0,04	0,13	0,25
Malasia	2,8	0,5	0,09	0,08	0,63
Tailandia	4,6	0,9	0,44	0,66	3,36
Taiwan (China)	2,2	0,4	0,54	0,51	4,41

Anexo 3, Cuadro 2 (cont)

**Rendimiento de bonos gubernamentales en moneda local
con vencimientos cercanos a 10 años¹, 2003–2006**

	Rendimiento medio	Desviación estándar	Coef. de correlación con bonos EEUU ²	Coefficiente estimado ³	Estadísticas t
Europa Central	...	...	...	...	...
Hungría	7,2	0,8	0,29	0,45	2,06
Polonia	5,8	0,8	0,43	0,52	3,30
República Checa	4,0	0,5	0,67	0,52	5,82
Otros	...	...	...	...	...
Israel	5,1	1,6	0,04	0,04	0,24
Rusia (04/2003–)	7,6	0,7	0,50	0,56	3,75
Sudáfrica	8,7	0,9	0,35	0,57	2,40
Turquía (12/2004–)	15,7	2,4	–0,03	–0,24	–0,15
<i>Pro memoria:</i>					
<i>Australia</i>	5,5	0,3	0,86	0,70	11,76
<i>Estados Unidos</i>	4,3	0,4	...	...	...
<i>Hong Kong RAE</i>	4,2	0,4	0,87	1,08	12,34
<i>Reino Unido</i>	4,6	0,3	0,77	0,51	8,23
<i>Zona del euro</i>	3,8	0,4	0,82	0,59	9,78
<i>Bonos corporativos BB de EEUU</i>	7,0	0,7	0,56	0,73	4,58

¹ Tasas de interés genéricas Bloomberg a 10 años; para Brasil, emisiones NTN F a 10 años; para Colombia, TES a 10 años emitidos en pesos; para Israel, tasa de interés oficial del banco central; para Rusia, bono del Gobierno emitido el 2 de mayo de 2003 con vencimiento el 8 de agosto de 2012; para Turquía, índice Merrill Lynch para deuda pública; para bonos corporativos BB de Estados Unidos, según calificación de Merrill Lynch. Cuando los datos no abarcan el horizonte señalado (enero 2003–diciembre 2006), se señala entre paréntesis el periodo abarcado. ² Primeras diferencias, a partir de medias mensuales. ³ Valor de b en la siguiente ecuación: $(IR_t - IR_{t-1}) = a + b (IRUS_t - IRUS_{t-1}) + \text{error}$.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales; cálculos del BPI.

Anexo 4: agradecimientos

El Grupo de Trabajo agradece la contribución realizada por numerosos expertos de bancos centrales, otras instituciones oficiales y el sector privado, es especial a:

Alvarez, Maximir	Banco Central de Venezuela, Caracas
Ardura, Alberto	Merrill Lynch Mexico SA, Ciudad de México
Banafe, Ahmed	Saudi Arabian Monetary Agency, Riyadh
Beh, Cheng Hoon	Bank Negara Malaysia, Kuala Lumpur
Berko, Elizabeth	OppenheimerFunds, Nueva York
Blok, Arjo	ABN AMRO, Londres
Booth, Jerome	Ashmore Investment Management, Londres
Borrego, Andrés	Credit Suisse Mexico, Ciudad de México
Borthwick, John	International Finance Corporation, Washington DC
Bosch, José Oriol	JPMorgan Mexico, Ciudad de México
Chang, Stephen	JF Asset Management Ltd, Hong Kong
Cheng, Alphew	Bangko Sentral ng Pilipinas, Manila
Cortina Morfín, Jaime	Sociedad Hipotecaria Federal, Ciudad de México
Çufadar, Ali	Banco Central de la República de Turquía, Ankara
Czeti, Tamás	Banco Central de Hungría, Budapest
Das, Arnab	Dresdner Kleinwort Wasserstein, Londres
Del Azar, Juan	Merrill Lynch International Bank Ltd, Londres
Diaby, Lancine	African Development Bank, Tunes Belvédère
Dow, Mark	Pharo Management, Nueva York
Du Plooy, Roelf	Banco de la Reserva de Sudáfrica, Pretoria
Estrada, Dairo	Banco de la República, Colombia
García Moreno, Carlos	América Móvil, Ciudad de México
Geršl, Adam	Banco Nacional Checo, Praga
Ghezzi, Pierro	Deutsche Bank AG, Nueva York
Ghosh, Bunt	Credit Suisse First Boston, Londres
Giacomelli, Drausio	JP Morgan Securities Inc., Nueva York
Gomez, Michael	Pacific Investment Management Company, Newport Beach
Grandes, Martin	American University of Paris, París
Gruebel, Garth	Bond Exchange South Africa, Johannesburgo
Hakim, Linda Maulidina	Banco Indonesia, Jakarta
Hanna, Donald	Citigroup Global Markets, Nueva York

Hara, Hidetaka	Nomura Securities, Tokio
Henricks, Peter	The Cambridge Strategy, Cambridge
Herrera, Luis Oscar	Banco Central de Chile, Santiago de Chile
Herrera-Pol, Doris	Banco Mundial, Washington DC
Hilado, Jose	Banco de Oro, Manila
Hohensee, Martin	Deutsche Bank, Singapur
Hoschka, Tobias	Asian Development Bank, Manila
Ishihara, Tetsuo	Mizuho Securities, Tokio
Kanayama, Kazuyuki	Nikko Cordial Securities, Tokio
Kasala, Prudence	Bangko Sentral ng Pilipinas, Manila
Khunsihapak, Yoot	Banco de Tailandia, Bangkok
Kobayashi, Shigeyasu	Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ, Tokio
Kopf, Christian	DWS Investment GmbH, Fráncfort del Meno
Laurent, Isabelle	EBRD, Londres
Lawless, Tom	Tom Lawless and Associates, Johannesburgo
Leme, Paulo	Goldman Sachs, Nueva York
Marx, Daniel	AGM Finanzas SA, Buenos Aires
Masci, Pietro	Inter-American Development Bank, Washington
Mora, Ricardo	Deutsche Bank Securities, Nueva York
Moraes, Alfredo	ANDIMA, Río de Janeiro
Nakajima, Ayako	Standard & Poor's, Tokio
Offenbacher, Edward	Bank of Israel, Jerusalén
Ortiz, Nelson	Caracas Stockmarket, Caracas
Osinski, Jacek	National Bank of Poland, Varsovia
Panizza, Ugo	Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, Ginebra
Pazarbasioglu, Ceyla	FMI, Washington
Petrov, Constantin	Fidelity Investments, Boston
Ramírez, Juan Antonio	Banco Central de la Reserva del Perú, Lima
Ravimohan, Rajagopalan	CRISIL, Mumbai
Reisen, Helmut	OCDE, París
Romo, Alfonso	Citigroup Chile, Santiago de Chile
Sampaio, Eduardo de Souza	ANDIMA, Río de Janeiro
Schiller, Thomas	Standard & Poor's, Tokio
Schiweck, Christian	DWS Investment GmbH, Fráncfort del Meno
Steer, Cynthia	CRA RogersCasey, Darien CT
Steinmetz, Arthur	OppenheimerFunds, Nueva York

Suttle, Philip	Barclays Capital, Nueva York
Takagi, Shinichi	Mizuho Corporate Bank, Tokio
Tenengauzer, Daniel	Merrill Lynch & Co., Nueva York
Turnbull, James	Triarii Advisors Ltd, Manila
Vargas, Sebastian	Banco Central de la República Argentina, Buenos Aires
Wong, Ban Suan	DBS Bank Ltd, Singapur
Zaikin, Andrei	Banco Central de la Federación Rusa, Moscú

Integrantes del Grupo de Trabajo

Presidente	David Margolín Banco de México
Banco de la Reserva de Australia	Chris Aylmer
Banco Nacional de Bélgica	Michel Soudan
Banco Central de Brasil	Ivan Luís Gonçalves de Oliveira Lima
Banco de Canadá	Graydon Paulin
Banco Popular de China	Yan Kong
Banco de Corea	Hansung Kim
Banco de España	Enrique Alberola
Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal	Joseph Gagnon
Banco de la Reserva Federal de Nueva York	John Clark
Banco Central Europeo	Christian Thimann Arnaud Mehl
Banco de Francia	Alain Laurin
Deutsche Bundesbank	Stefanie Wolff-Hamacher
Autoridad Monetaria de Hong Kong	Kim-Hung Li Stephen Wan
Banco de la Reserva de la India	Biswamohan Mahapatra
Banco de Inglaterra	Glenn Hoggarth
Banco de Italia	Giorgio Trebeschi
Banco de Japón	Masaru Tanaka Takurou Kouno
Banco de México	Gabriel Lozano Salazar Carlos Pérez Verdía
Banco de los Países Bajos	Sam van Hensbergen Broos van der Werff
Autoridad Monetaria de Singapur	Wee Huat Shaw Tuang Lee Lim
Sveriges Riksbank	Jill Billborn
Banco Nacional de Suiza	Marcel Peter
Banco de Pagos Internacionales	Michael Pomerleano (Secretario desde septiembre de 2006); Bruno Tissot (Secretario hasta septiembre de 2006); Philip Turner

Además, Eli Remolona y Philip Wooldridge (Oficina de Representación del BPI en Asia) y Serge Jeanneau y Camilo Tovar (Oficina de Representación del BPI en las Américas) contribuyeron a la organización de los talleres regionales organizados en ambas regiones. M S Mohanty fue el principal autor del Capítulo E.

Apéndice 1: introducción a la sección estadística de este reporte

1. Antecedentes del cuestionario

El Grupo de Trabajo invitó a una serie de bancos centrales a completar un cuestionario estadístico, cuya estructura y contenido, similares a los del cuestionario de 2001⁹⁹, fueron diseñados por un equipo compuesto por la Secretaría del CGFS, la unidad de Estadísticas Financieras Internacionales (IFS) del BPI y el Banco de México.

Este cuestionario se suma a las estadísticas sobre títulos de deuda internacionales y domésticos que el BPI publica trimestralmente en su Informe Trimestral y que pueden consultarse en su dirección en Internet (<http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>).

Treinta y tres (33) países completaron el cuestionario. Para procesar de forma eficiente los datos cuantitativos del mismo, la IFS desarrolló una aplicación informática con la flexibilidad suficiente para aceptar de forma automática las respuestas al cuestionario, que fueron así importadas, codificadas y almacenadas en una base de datos relacional. Asimismo, se crearon reportes con los datos expresados en moneda local y en dólares de Estados Unidos. La base de datos comprende 120 variables, correspondientes a los datos anuales desde 1995 hasta 2005. Cualquier duda o pregunta relacionada con el cuestionario puede dirigirse a Denis.Petre@bis.org del IFS.

2. Participación del BPI

Unidad de Estadísticas Financieras Internacionales (IFS): Denis Pêtre y Carlos Mallo se encargaron del diseño y el mantenimiento de la aplicación informática, del control de calidad de los datos y de las relaciones con los bancos centrales encuestados. También crearon los cuadros estadísticos anexos, agregando y relacionando los datos con indicadores macroeconómicos. Karsten von Kleist se ocupó del procesamiento y análisis de la sección cualitativa del cuestionario y contribuyó a la redacción del reporte. Swapan Pradhan colaboró con la Secretaría del CGFS mediante su labor de investigación y Thomas Jans, encargado de las estadísticas trimestrales, asesoró sobre el proceso preparatorio del cuestionario. El equipo del IFS trabajó bajo la orientación general de Philippe Mesny, Jefe de dicha unidad.

Unidad de Asistencia a la Investigación Departamental (DRA): la contribución del DRA a la encuesta del Grupo de Trabajo consistió en crear los cuadros y gráficos del reporte, así como algunos cuadros anexos, utilizando para ello datos de la base relacional BPI/IFS, la base FMI/DBS para series macroeconómicas, la Emerging Market Traders' Association (EMTA) sobre volúmenes de contratación, el banco de datos del BPI sobre valores y proveedores externos (como JPMorgan Chase, Markit, Moody's). De esta unidad participaron Anna Cobau, San Sau Fung, Clara Garcia, Philippe Hainaut, Marjorie Santos y Jhuvesh Sobrun bajo la supervisión de Marc Klau, Jefe de la DRA.

⁹⁹ Véase BPI (2002).

3. Clasificación y definiciones

- **Títulos (valores) de deuda locales:** las emisiones locales se definen en este reporte como títulos de deuda emitidos en el mercado local (normalmente en virtud de la legislación de dicho país y con liquidación y compensación locales), incluso si son emitidos por no residentes o en moneda extranjera. Por eliminación, las emisiones no locales incluyen todos los títulos de deuda en moneda extranjera emitidos en el extranjero por los residentes de un determinado país, así como todos los títulos en moneda local emitidos por residentes y no residentes que se rijan por legislación extranjera.
- **Residente/no residente:** el concepto de «residente» se ajusta a la definición de la balanza de pagos (BoP) y de la posición inversora internacional (IIP), a saber: «La residencia de una unidad institucional es el territorio económico con el que mantiene la conexión más fuerte, en otras palabras, su centro predominante de interés económico» (BPM6).
- **Títulos (valores) de deuda:** excluyen los títulos de renta variable (acciones o participaciones) e incluyen instrumentos del mercado monetario (a corto plazo, es decir, con un vencimiento **original** de hasta un año), así como bonos y pagarés (a largo plazo, esto es, vencimiento **original** superior a un año).
- **Vencimiento:** en este reporte se han propuesto los conceptos de la BOP y la IIP, es decir, clasificar los instrumentos según su vencimiento **original** (plazo contractual en el momento de la emisión). Por ejemplo, los instrumentos del mercado monetario son títulos de deuda cuyo vencimiento original no supera el año. También se ha solicitado información adicional sobre el vencimiento **residual** (es decir, el plazo de tiempo que resta hasta el pago de la obligación subyacente). En base a este criterio, los títulos de deuda hasta 1 año también incluirían la proporción de bonos y pagarés que vencen en el plazo de un año.
- **Valuación:** los títulos de deuda se cuantifican en este reporte según su valor **nominal** (facial).
- **Repos** (acuerdos con pacto de recompra): no se incluyeron en un principio en el cuestionario, sino que se trataron de forma individual según el caso.

4. Países participantes

Los países que aportaron datos fueron: Alemania, Arabia Saudita, Argentina, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, Corea, España, Estados Unidos, Filipinas, Hong Kong RAE, Hungría, India, Indonesia, Israel, Japón, Malasia, México, Perú, Polonia, Reino Unido, República Checa, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Tailandia, Taiwan (China), Turquía y Venezuela.

Convenciones utilizadas en los cuadros del presente reporte:

... no disponible

0 insignificante o cero

Cuando un país proporciona sólo algunos de los datos de una serie, el porcentaje del total se calcula sobre la base de los valores declarados.

Si A = «...», B = 5, C = «...»

Entonces A = «...», B = 100% y C = «...»

Cuadros anexos

Cuadro anexo 1	Activos financieros	122
Cuadro anexo 2	Deuda total de economías emergentes en circulación	123
Cuadro anexo 2A	Total de instrumentos del mercado monetario de economías emergentes en circulación	124
Cuadro anexo 2B	Total de bonos de economías emergentes en circulación	125
Cuadro anexo 3	Deuda total de economías emergentes en circulación	126
Cuadro anexo 3A	Total instrumentos del mercado monetario de las economías emergentes en circulación	127
Cuadro anexo 3B	Total de bonos de economías emergentes en circulación	128
Cuadro anexo 4	Estructura de los títulos de deuda en circulación	129
Cuadro anexo 4A	Estructura de los instrumentos del mercado monetario en circulación	130
Cuadro anexo 4B	Estructura de los bonos en circulación	131
Cuadro anexo 5	Emisores de títulos de deuda domésticos	132
Cuadro anexo 5A	Emisores de instrumentos domésticos del mercado monetario	133
Cuadro anexo 5B	Emisores de bonos domésticos	134
Cuadro anexo 6	Proporción de títulos de deuda de corto plazo	135
Cuadro anexo 7	Vencimiento de títulos de deuda domésticos del Gobierno central en circulación	136
Cuadro anexo 8	Bonos domésticos por tipo de instrumento	137
Cuadro anexo 9	Tenedores de títulos de deuda domésticos	138
Cuadro anexo 9A	Tenedores de instrumentos domésticos del mercado monetario	139
Cuadro anexo 9B	Tenedores de bonos domésticos	140
Cuadro anexo 10	Volumen de negociación/títulos en circulación y diferenciales de compra/venta	141
Cuadro anexo 11	Emisión más líquida	142
Cuadro anexo 12	Depósitos y préstamos bancarios en moneda extranjera	143
Cuadro anexo 13	Fondos de pensiones residentes: títulos locales vs. extranjeros	144
Cuadro anexo 14	Valor agregado en moneda local de títulos respaldados por activos ...	145
Cuadro anexo 15	Volumen de negociación de derivados en divisas, por tipo de instrumento	146

Cuadro anexo 1
Activos financieros

(en porcentaje del PIB)

	1995			2000			2005		
	Activos de bancos creadores de dinero	Capitalización bursátil	Total bonos ¹	Activos de bancos creadores de dinero	Capitalización bursátil	Total bonos ¹	Activos de bancos creadores de dinero	Capitalización bursátil	Total bonos ¹
América Latina	37	24	32	42	33	46	42	43	58
Argentina	26	15	27	33	58	49	30	34	73
Brasil	43	19	38	49	35	62	53	54	72
Chile	50	104	41	62	80	57	68	115	49
Colombia	20	19	9	24	11	30	32	37	45
México	44	32	28	45	22	37	36	31	44
Perú	17	22	2	29	20	15	22	45	19
Venezuela	16	5	36	14	7	22	17	3	69
Asia, grandes economías	65	22	27	103	40	35	107	54	56
China	89	6	8	133	48	18	126	35	41
Corea	52	35	58	83	29	83	99	91	117
India	34	36	21	45	32	26	61	71	37
Taiwan, China	...	68	29	...	77	40	...	140	62
Asia, otros	94	88	23	89	49	50	72	62	53
Filipinas	48	78	43	54	68	50	44	41	71
Indonesia	56	30	3	52	16	34	38	28	21
Malasia	130	251	78	141	129	99	124	139	113
Tailandia	146	84	12	124	24	35	106	70	51
Europa central	42	9	30	39	20	32	46	31	48
Hungría	37	5	62	41	25	56	63	29	60
Polonia	28	3	22	34	18	22	37	31	41
República Checa	80	28	22	52	19	41	51	31	55
Rusia	18	...	6	22	15	17	30	72	9
Otros	43	95	44	68	75	33	64	143	34
Arabia Saudita	37	...	0	42	36	0	51	208	0
Israel	90	...	1	88	53	6	103	93	10
Sudáfrica	64	186	69	75	154	49	78	234	50
Turquía	23	12	20	52	35	38	53	45	60
TOTAL ECONO. EMERGENTES	55	36	30	74	40	40	77	61	53
Hong Kong RAE	155	211	28	168	369	43	165	593	56
Singapur	106	179	28	121	167	55	120	178	93
PAÍSES INDUSTRIALES²	82	75	120	82	139	143	95	119	166

Nota: cuando están disponibles, los activos de bancos creadores de dinero se refieren a créditos al sector privado, empresas públicas no financieras y gobiernos centrales y locales (líneas 22a, 22b, 22c y 22d de las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI).

¹ Bonos totales incluyen los títulos de deuda domésticos e internacionales de la base de datos del BPI. ² Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuentes: Datastream; FMI; Standard & Poor's; encuesta del Grupo de Trabajo; Banco Mundial; BPI.

Cuadro anexo 2
Deuda total de economías emergentes en circulación¹

(en miles de millones de dólares de EEUU)

	1995				2000				2005			
	Total	Internac. ²	Pública doméstic. ³	Privada doméstic. ⁴	Total	Internac. ²	Pública doméstic. ³	Privada doméstic. ⁴	Total	Internac. ²	Pública doméstic. ³	Privada doméstic. ⁴
América Latina	430	186	221	24	806	299	432	74	1,282	272	797	212
Argentina	...	44	23	...	...	91	42	...	...	60	81	...
Brasil	233	61	149	23	374	85	262	27	572	82	419	71
Chile	18	1	17	0	33	8	21	4	52	15	24	14
Colombia	8	2	7	0	32	9	17	7	64	15	41	8
México	77	60	17	0	197	86	77	34	330	66	151	113
Perú	0	0	0	0	11	4	4	2	22	8	9	6
Venezuela	27	19	9	0	25	16	8	1	100	26	74	0
Asia, grandes economías	198	45	94	59	962	70	505	387	2,426	122	1,532	772
China	...	12	1	...	239	13	135	92	936	17	636	283
Corea	...	27	...	...	477	47	210	220	987	75	516	395
India	64	4	58	2	102	4	96	1	238	9	223	6
Taiwan, China	95	3	36	57	144	6	64	73	266	21	157	87
Asia, otros	124	23	75	26	229	47	128	55	359	70	209	80
Filipinas	32	7	25	0	38	17	21	0	70	29	40	1
Indonesia	16	4	7	5	55	3	51	2	60	7	47	6
Malasia	54	7	31	16	86	15	30	41	136	24	55	56
Tailandia	22	5	12	5	50	12	26	12	93	11	66	16
Europa central	56	23	31	1	98	17	73	8	277	54	203	20
Hungría	30	16	13	1	29	10	17	1	69	19	43	7
Polonia	...	6	19	...	46	6	37	3	138	29	105	5
República Checa	...	1	...	...	24	1	18	4	70	6	55	8
Rusia	...	1	...	...	...	38	7	...	...	43	26	...
Otros	193	17	171	4	325	34	286	6	514	60	428	26
Arabia Saudita	71	0	71	0	145	0	145	0	119	1	117	1
Israel	...	1	10	...	...	7	17	...	...	13	24	...
Sudáfrica	98	3	91	4	71	6	59	6	125	12	87	25
Turquía	...	13	...	...	85	21	64	0	234	34	200	0
TOTAL ECONO. EMERGENTES	1,002	294	593	114	2,463	504	1,430	530	4,927	621	3,196	1,110
Hong Kong RAE	...	16	8	...	...	28	14	...	...	50	20	...
Singapur	...	1	...	...	...	9	...	...	...	40	...	21
PAÍSES INDUSTRIALES⁵	15,471	985	6,743	7,743	22,059	3,461	6,344	12,255	35,851	8,267	9,270	18,314

¹Incluye bonos, pagarés e instrumentos del mercado monetario. Los agregados regionales corresponden a los países del cuadro. ²Bonos, pagarés e instrumentos del mercado monetario internacionales (de todos los sectores) de la base de datos del BPI. ³Suma de emisiones del Gobierno central, de otras entidades gubernamentales, del banco central, de entidades semipúblicas y de instituciones oficiales no residentes, según los Cuadros 2a (instrumentos del mercado monetario) y 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ⁴Suma de emisiones del sector bancario, de instituciones financieras no bancarias, del sector corporativo no financiero distinto de empresas semipúblicas y de otros emisores no residentes, según los Cuadros 2a (instrumentos del mercado monetario) y 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ⁵Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuentes: encuesta del Grupo de Trabajo; BPI.

Cuadro anexo 2A

Total de instrumentos del mercado monetario de economías emergentes en circulación¹

(en miles de millones de dólares de EEUU)

	1995				2000				2005			
	Total	Internac. ²	Públicos domést. ³	Privados domést. ⁴	Total	Internac. ²	Públicos domést. ³	Privados domést. ⁴	Total	Internac. ²	Públicos domést. ³	Privados domést. ⁴
América Latina	23	5	9	9	81	4	38	39	138	1	74	64
Argentina	...	1	0	...	...	1	14	...	...	0	7	...
Brasil	...	2	...	9	...	2	...	13	64	1	29	34
Chile	0	0	0	0	3	0	3	0	4	0	4	0
Colombia	1	0	1	0	1	0	0	1	2	0	1	1
México	7	1	7	0	44	1	19	24	56	0	28	27
Perú	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0
Venezuela	2	0	2	0	2	0	2	1	4	0	3	0
Asia, grandes economías	69	2	14	53	132	1	20	110	516	2	351	163
China	...	0	...	...	...	0	1	...	292	0	275	17
Corea	...	2	...	...	60	1	2	57	126	2	18	106
India	14	0	12	2	5	0	3	1	13	0	7	6
Taiwan, China	53	0	3	50	65	0	13	52	84	0	51	34
Asia, otros	15	0	9	5	15	1	10	4	33	0	30	2
Filipinas	...	0	...	...	0	0	0	0	0	0	0	0
Indonesia	7	0	5	2	6	0	6	0	7	0	6	1
Malasia	7	0	4	3	7	0	3	4	7	0	6	2
Tailandia	0	0	0	0	2	0	1	0	18	0	18	0
Europa central	18	0	17	0	35	0	32	3	61	0	58	2
Hungría	4	0	4	0	6	0	6	0	10	0	10	0
Polonia	...	0	14	...	13	0	11	3	17	0	15	2
República Checa	...	0	...	...	16	0	16	0	34	0	34	0
Rusia	...	0	...	...	...	0	0	...	...	0	1	...
Otros	14	0	10	4	20	0	17	4	45	0	42	3
Arabia Saudita	2	0	2	0	0	0	0	0	2	0	2	0
Israel	...	0	6	...	...	0	11	...	...	0	18	...
Sudáfrica	7	0	2	4	9	0	5	4	10	0	7	3
Turquía	...	0	...	...	1	0	1	0	15	0	15	0
TOTAL ECONO. EMERGENTES	139	7	60	72	283	6	118	160	794	3	556	235
Hong Kong RAE	...	0	6	...	...	3	9	...	...	2	9	...
Singapur	...	0	...	...	...	0	...	...	...	3	...	1
PAÍSES INDUSTRIALES⁵	2,348	86	1,053	1,209	3,944	308	802	2,834	5,126	354	1,251	3,522

¹Sólo incluye instrumentos del mercado monetario; excluye bonos y pagarés. Los agregados regionales corresponden a los países del cuadro. ² Instrumentos del mercado monetario internacional (de todos los sectores) de la base de datos del BPI. ³ Suma de emisiones del Gobierno central, de entidades gubernamentales, del banco central, de entidades semipúblicas y de instituciones oficiales no residentes, según el Cuadro 2a (instrumentos del mercado monetario) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ⁴ Suma de emisiones del sector bancario, de instituciones financieras no bancarias, del sector corporativo no financiero distinto de empresas semipúblicas y de otros emisores no residentes, según el Cuadro 2a (instrumentos del mercado monetario) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ⁵ Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuentes: encuesta del Grupo de Trabajo; BPI.

Cuadro anexo 2B
Total de bonos de economías emergentes en circulación¹

(en miles de millones de dólares de EEUU)

	1995				2000				2005			
	Total	Internac. ²	Públicos domést. ³	Privados domést. ⁴	Total	Internac. ²	Públicos domést. ³	Privados domést. ⁴	Total	Internac. ²	Públicos domést. ³	Privados domést. ⁴
América Latina	407	181	212	14	724	295	394	35	1,143	271	724	148
Argentina	...	43	23	...	...	90	28	...	...	60	74	...
Brasil	221	58	149	14	359	83	262	13	508	82	390	36
Chile	...	1	17	...	30	8	19	4	49	15	20	14
Colombia	...	2	6	...	31	9	17	6	62	15	40	7
México	69	59	10	0	153	85	58	10	274	66	122	86
Perú	0	0	0	0	10	4	4	2	21	8	7	5
Venezuela	26	19	7	0	23	16	6	0	96	26	70	0
Asia, grandes economías	129	43	80	6	830	69	485	277	1,911	121	1,181	609
China	...	12	1	...	238	13	134	92	644	17	361	266
Corea	...	25	...	...	417	46	208	163	861	74	499	289
India	...	4	46	...	...	4	92	...	...	9	216	...
Taiwan, China	42	3	33	6	78	6	51	22	181	21	106	54
Asia, otros	110	23	66	21	215	46	118	51	326	70	179	77
Filipinas	32	7	25	0	38	17	21	0	70	29	40	1
Indonesia	9	4	2	3	49	3	45	2	53	7	41	5
Malasia	47	7	27	13	79	15	27	37	128	24	50	55
Tailandia	22	5	12	5	48	12	25	12	75	10	48	16
Europa central	38	23	14	1	62	17	40	6	216	54	145	17
Hungría	26	16	9	1	22	10	11	1	58	19	34	6
Polonia	...	6	5	...	32	6	26	1	121	29	90	3
República Checa	...	1	...	...	8	1	3	4	36	6	22	8
Rusia	...	1	...	...	...	38	6	...	...	43	25	...
Otros	179	17	162	0	304	34	269	2	469	60	386	23
Arabia Saudita	69	0	69	0	145	0	145	0	117	1	115	1
Israel	...	1	4	...	...	7	6	...	...	13	5	...
Sudáfrica	91	3	88	0	62	6	54	2	114	12	80	22
Turquía	...	13	...	...	84	21	63	0	219	34	185	0
TOTAL ECONO. EMERGENTES	864	287	534	43	2,180	498	1,312	369	4,133	618	2,640	875
Hong Kong RAE	...	16	2	...	...	25	5	...	...	48	11	...
Singapur	...	1	...	...	...	9	...	...	...	37	...	20
PAÍSES INDUSTRIALES⁵	13,123	899	5,690	6,534	18,115	3,153	5,542	9,420	30,725	7,913	8,019	14,793

¹Sólo incluye bonos y pagarés; excluye instrumentos del mercado monetario. Los agregados regionales corresponden a los países del cuadro. ²Bonos internacionales (de todos los sectores) de la base de datos del BPI. ³Suma de emisiones del Gobierno central, de otras entidades gubernamentales, del banco central, de entidades semipúblicas y de instituciones oficiales no residentes, según el Cuadro 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ⁴Suma de emisiones del sector bancario, de instituciones financieras no bancarias, del sector corporativo no financiero distinto de empresas semipúblicas y de otros emisores no residentes, según el Cuadro 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo.

⁵Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuentes: encuesta del Grupo de Trabajo; BPI.

Cuadro anexo 3
Deuda total de economías emergentes en circulación¹

(en porcentaje del PIB)

	1995				2000				2005			
	Total	Internac. ²	Pública domést. ³	Privada domést. ⁴	Total	Internac. ²	Pública domést. ³	Privada domést. ⁴	Total	Internac. ²	Pública domést. ³	Privada domést. ⁴
América Latina												
Argentina	...	17	9	...	...	32	15	...	...	33	45	...
Brasil	33	9	21	3	62	14	44	4	72	10	53	9
Chile	25	1	24	0	44	10	29	5	45	13	21	12
Colombia	9	2	7	0	38	10	20	8	52	12	33	7
México	27	21	6	0	34	15	13	6	43	9	20	15
Perú	1	0	0	0	20	8	7	4	28	10	11	7
Venezuela	36	24	11	0	22	14	7	1	75	19	55	0
Asia, grandes economías												
China	...	2	0	...	20	1	11	8	42	1	28	13
Corea	...	5	...	...	93	9	41	43	125	10	66	50
India	18	1	16	1	22	1	21	0	31	1	29	1
Taiwan, China	35	1	13	21	45	2	20	23	77	6	45	25
Asia, otros												
Filipinas	43	9	33	0	50	23	27	0	71	30	41	1
Indonesia	7	2	3	2	33	2	31	1	21	2	17	2
Malasia	61	8	35	18	95	17	33	46	104	18	42	43
Tailandia	13	3	7	3	41	10	21	9	54	6	38	9
Europa central												
Hungría	67	35	28	3	61	22	37	2	63	17	40	6
Polonia	...	4	14	...	27	3	21	2	46	9	35	2
República Checa	...	2	...	...	41	1	32	8	56	5	44	7
Rusia	...	0	...	...	...	14	3	...	...	6	3	...
Otros												
Arabia Saudita	50	0	50	0	77	0	77	0	39	0	38	0
Israel	...	1	11	...	...	6	14	...	...	10	18	...
Sudáfrica	65	2	60	3	53	5	44	4	52	5	36	11
Turquía	...	8	...	...	43	10	32	0	64	9	55	0
TOTAL ECONO. EMERGENTES												
Hong Kong RAE	...	11	5	...	...	16	8	...	...	28	11	...
Singapur	...	1	...	...	...	10	...	...	...	34	...	18
PAÍSES INDUSTRIALES⁵												

¹ Incluye bonos, pagarés e instrumentos del mercado monetario. ² Bonos, pagarés e instrumentos del mercado monetario internacionales (de todos los sectores) de la base de datos del BPI. ³ El numerador se calcula como la suma de emisiones del Gobierno central, de otras entidades gubernamentales, del banco central, de entidades semipúblicas y de emisores oficiales no residentes, según los Cuadros 2a (instrumentos del mercado monetario) y 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ⁴ El numerador se calcula como la suma de emisiones del sector bancario, de instituciones financieras no bancarias, del sector corporativo no financiero distinto de empresas semipúblicas y de otros emisores no residentes, según los Cuadros 2a (instrumentos del mercado monetario) y 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ⁵ Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuentes; encuesta del Grupo de Trabajo; FMI; BPI.

Cuadro anexo 3A
Total instrumentos del mercado monetario de las economías emergentes en circulación¹

(en porcentaje del PIB)

	1995				2000				2005			
	Total	Internac. ²	Públicos domést. ³	Privados domést. ⁴	Total	Internac. ²	Públicos domést. ³	Privados domést. ⁴	Total	Internac. ²	Públicos domést. ³	Privados domést. ⁴
América Latina												
Argentina	...	1	0	...	...	0	5	...	...	0	4	...
Brasil	...	0	...	1	...	0	...	2	8	0	4	4
Chile	0	0	0	0	4	0	4	0	3	0	3	0
Colombia	1	0	1	0	1	0	0	1	2	0	1	1
México	3	0	2	0	8	0	3	4	7	0	4	4
Perú	0	0	0	0	1	0	1	0	2	0	1	0
Venezuela	2	0	2	0	2	0	2	0	3	0	3	0
Asia, grandes economías												
China	...	0	...	...	...	0	0	...	13	0	12	1
Corea	...	0	...	...	12	0	0	11	16	0	2	14
India	4	0	3	1	1	0	1	0	2	0	1	1
Taiwan, China	19	0	1	18	20	0	4	16	24	0	15	10
Asia, otros												
Filipinas	...	0	...	...	0	0	0	0	0	0	0	0
Indonesia	3	0	2	1	4	0	4	0	2	0	2	0
Malasia	8	0	5	4	8	0	3	4	6	0	4	1
Tailandia	0	0	0	0	1	0	1	0	11	0	10	0
Europa central												
Hungría	9	0	8	1	14	0	13	0	9	0	9	0
Polonia	...	0	10	...	8	0	6	2	6	0	5	1
República Checa	...	0	...	...	28	0	28	0	27	0	27	0
Rusia	...	0	...	...	...	0	0	...	...	0	0	...
Otros												
Arabia Saudita	1	0	1	0	0	0	0	0	1	0	1	0
Israel	...	0	6	...	...	0	9	...	...	0	14	...
Sudáfrica	5	0	2	3	7	0	4	3	4	0	3	1
Turquía	...	0	...	...	1	0	1	0	4	0	4	0
TOTAL ECONO. EMERGENTES												
Hong Kong RAE	...	0	4	...	...	2	6	...	...	1	5	...
Singapur	...	0	...	...	...	0	...	...	...	3	...	1
PAÍSES INDUSTRIALES⁵	...	0	...	...	...	0	...	...	...	0	...	...

¹ Sólo incluye instrumentos del mercado monetario; excluye bonos y pagarés. ² Instrumentos del mercado monetario internacionales (de todos los sectores) de la base de datos del BPI.

³ El numerador se calcula como la suma de emisiones del Gobierno central, de otras entidades gubernamentales, del banco central, de entidades semipúblicas y de emisores oficiales

no residentes, según el Cuadro 2a (instrumentos del mercado monetario) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ⁴ El numerador se calcula como la suma de emisiones del sector bancario, de instituciones financieras no bancarias, del sector corporativo no financiero distinto de empresas semipúblicas y de otros emisores no residentes, según el Cuadro 2a

(instrumentos del mercado monetario) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ⁵ Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuentes: encuesta del Grupo de Trabajo; FMI, BPI.

Cuadro anexo 3B
Total de bonos de economías emergentes en circulación¹

(en porcentaje del PIB)

	1995				2000				2005			
	Total	Internac. ²	Públicos domést. ³	Privados domést. ⁴	Total	Internac. ²	Públicos domést. ³	Privados domést. ⁴	Total	Internac. ²	Públicos domést. ³	Privados domést. ⁴
América Latina												
Argentina	...	17	9	...	...	32	10	...	...	33	41	...
Brasil	31	8	21	2	60	14	44	2	64	10	49	5
Chile	...	1	24	...	40	10	25	5	42	13	17	12
Colombia	...	2	6	...	37	10	20	7	50	12	32	6
México	24	21	4	0	26	15	10	2	36	9	16	11
Perú	0	0	0	0	19	8	7	4	26	10	9	7
Venezuela	33	24	9	0	20	14	5	0	72	19	53	0
Asia, grandes economías												
China	...	2	0	...	20	1	11	8	29	1	16	12
Corea	...	5	...	...	81	9	41	32	109	9	63	37
India	...	1	13	...	...	1	20	...	...	1	28	...
Taiwan, China	15	1	12	2	24	2	16	7	52	6	31	16
Asia, otros												
Filipinas	43	9	33	0	50	23	27	0	71	30	41	1
Indonesia	4	2	1	1	30	2	27	1	19	2	15	2
Malasia	53	8	31	14	88	16	30	41	98	18	38	42
Tailandia	13	3	7	3	39	9	20	9	43	6	28	9
Europa central												
Hungría	58	35	20	3	47	22	24	1	54	17	31	6
Polonia	...	4	4	...	19	3	15	0	40	9	30	1
República Checa	...	2	...	...	14	1	5	8	29	5	17	7
Rusia	...	0	...	...	...	14	2	...	...	6	3	...
Otros												
Arabia Saudita	48	0	48	0	77	0	77	0	38	0	37	0
Israel	...	1	5	...	...	6	5	...	...	10	4	...
Sudáfrica	61	2	58	0	47	5	41	1	48	5	33	9
Turquía	...	8	...	...	42	10	32	0	60	9	51	0
TOTAL ECONO. EMERGENTES												
Hong Kong RAE	...	11	1	...	...	15	3	...	...	27	6	...
Singapur	...	1	...	...	...	9	...	...	...	31	...	17
PAÍSES INDUSTRIALES⁵	...	0	...	...	...	0	...	...	...	0	...	...

¹ Sólo incluye bonos y pagarés; excluye instrumentos del mercado monetario. ² Bonos internacionales (de todos los sectores) de la base de datos del BPI. ³ El numerador se calcula como la suma de emisiones del Gobierno central, de otras entidades gubernamentales, del banco central, de entidades semipúblicas y de emisores oficiales no residentes, según el Cuadro 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ⁴ El numerador se calcula como la suma de emisiones del sector bancario, de instituciones financieras no bancarias, del sector corporativo no financiero distinto de empresas semipúblicas y de otros emisores no residentes, según el Cuadro 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo.

⁵ Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuentes: encuesta del Grupo de Trabajo; FMI; BPI.

Cuadro anexo 4
Estructura de los títulos de deuda en circulación¹

(en porcentaje del total de títulos de deuda en circulación)

	1995		2000		2005	
	Emisiones domésticas ²	Emisiones del sector público ³	Emisiones domésticas ²	Emisiones del sector público ³	Emisiones domésticas ²	Emisiones del sector público ³
América Latina	57	87	63	83	79	79
Argentina	...	...	...	...	...	...
Brasil	74	85	77	88	86	85
Chile	96	98	76	68	72	58
Colombia	80	97	73	78	77	85
México	22	84	56	74	80	61
Perú	69	69	59	75	64	73
Venezuela	32	98	35	94	74	98
Asia, grandes economías	77	62	93	57	95	66
China	...	...	95	62	98	70
Corea	...	...	90	50	92	57
India	94	94	96	95	96	94
Taiwan, China	97	38	96	45	92	59
Asia, otros	82	71	80	67	80	71
Filipinas	79	96	55	87	59	92
Indonesia	76	56	95	95	89	88
Malasia	87	66	83	45	82	49
Tailandia	75	61	76	61	88	77
Europa central	59	97	83	91	81	91
Hungría	47	95	64	96	73	88
Polonia	...	...	88	93	79	96
República Checa	...	...	97	80	91	85
Rusia	...	...	...	...	...	...
Otros	91	97	90	97	88	93
Arabia Saudita	100	100	100	100	99	98
Israel	...	...	...	...	...	...
Sudáfrica	97	95	91	90	90	77
Turquía	...	...	76	99	86	98
TOTAL ECONO. EMERGENTES	71	82	80	74	87	74
Hong Kong RAE	...	...	...	...	...	...
Singapur	...	...	...	...	...	...
PAÍSES INDUSTRIALES⁴	94	46	84	31	77	30

¹ Incluye bonos, pagarés e instrumentos del mercado monetario. Los agregados regionales corresponden a los países del cuadro.

² Emisiones domésticas, según los Cuadros 2a (instrumentos del mercado monetario) y 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ³ Suma de emisiones del Gobierno central, de otras entidades gubernamentales, del banco central, de entidades semipúblicas y de no residentes, según los Cuadros 2a (instrumentos del mercado monetario) y 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo, más bonos, pagarés e instrumentos del mercado monetario internacionales emitidos por el sector público de la base de datos del BPI. ⁴ Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuentes: encuesta del Grupo de Trabajo; BPI.

Cuadro anexo 4A

Estructura de los instrumentos del mercado monetario en circulación¹

(en porcentaje del total de los instrumentos del mercado monetario en circulación)

	1995		2000		2005	
	Emisiones domésticas ²	Emisiones del sector público ³	Emisiones domésticas ²	Emisiones del sector público ³	Emisiones domésticas ²	Emisiones del sector público ³
América Latina	80	44	95	48	99	53
Argentina	...	...	...	...	...	...
Brasil	...	...	...	...	99	45
Chile	100	100	100	100	100	100
Colombia	94	94	100	0	100	42
México	90	95	99	43	100	51
Perú	97	97	100	84	100	78
Venezuela	100	85	100	78	100	90
Asia, grandes economías	97	21	99	16	100	68
China	...	...	...	...	100	94
Corea	...	...	98	4	99	15
India	100	82	100	70	100	56
Taiwan, China	100	5	100	21	100	60
Asia, otros	97	64	97	72	99	93
Filipinas	...	...	100	2	100	11
Indonesia	100	74	100	100	100	90
Malasia	100	56	97	41	100	77
Tailandia	0	26	81	100	98	100
Europa central	100	99	100	92	100	96
Hungría	100	94	100	97	100	96
Polonia	...	...	100	80	100	88
República Checa	...	...	100	100	100	100
Rusia	...	...	...	...	...	...
Otros	99	68	100	81	100	93
Arabia Saudita	100	100	0	0	100	100
Israel	...	...	...	...	...	...
Sudáfrica	98	34	100	55	100	68
Turquía	...	...	100	100	100	100
TOTAL ECONO. EMERGENTES	95	44	98	42	100	70
Hong Kong RAE	...	...	...	...	...	...
Singapur	...	...	...	...	...	...
PAÍSES INDUSTRIALES⁴	96	45	92	22	93	25

¹ Sólo incluye instrumentos del mercado monetario; excluye bonos y pagarés. Los agregados regionales corresponden a los países del cuadro. ² Emisiones domésticas, según el Cuadro 2a (instrumentos del mercado monetario) de la encuesta del Grupo de Trabajo.

³ Suma de emisiones del Gobierno central, de otras entidades gubernamentales, del banco central, de entidades semipúblicas y de no residentes, según el Cuadro 2a (instrumentos del mercado monetario) de la encuesta del Grupo de Trabajo, más instrumentos del mercado monetario internacionales emitidos por el sector público, de la base de datos del BPI. ⁴ Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuentes: encuesta del Grupo de Trabajo; BPI.

Cuadro anexo 4B
Estructura de los bonos en circulación
(en porcentaje del total de bonos en circulación)

	1995		2000		2005	
	Emisiones domésticas ²	Emisiones del sector público ³	Emisiones domésticas ²	Emisiones del sector público ³	Emisiones domésticas ²	Emisiones del sector público ³
América Latina	56	89	59	87	76	83
Argentina	...	...	...	...	...	...
Brasil	74	89	77	91	84	90
Chile	...	...	74	65	69	54
Colombia	...	...	72	80	76	87
México	15	83	44	83	76	63
Perú	0	0	57	75	61	73
Venezuela	27	99	29	95	73	99
Asia, grandes economías	67	84	92	64	94	65
China	...	...	95	61	97	59
Corea	...	...	89	57	91	63
India	...	...	...	...	...	...
Taiwan, China	94	79	92	65	88	59
Asia, otros	80	72	78	67	79	69
Filipinas	79	96	55	87	59	92
Indonesia	57	42	94	94	88	88
Malasia	85	67	81	46	81	47
Tailandia	77	61	76	59	86	71
Europa central	40	96	73	90	75	90
Hungría	40	95	53	96	68	86
Polonia	...	...	82	98	76	97
República Checa	...	...	91	41	83	72
Rusia	...	...	...	...	...	...
Otros	91	99	89	98	87	93
Arabia Saudita	100	100	100	100	99	98
Israel	...	...	...	...	...	...
Sudáfrica	97	99	90	95	90	78
Turquía	...	...	75	99	85	98
TOTAL ECONO. EMERGENTES	67	89	77	78	85	75
Hong Kong RAE	...	...	...	...	...	...
Singapur	...	...	...	...	...	...
PAÍSES INDUSTRIALES⁴	93	46	83	33	74	30

¹ Sólo incluye bonos y pagarés; excluye instrumentos del mercado monetario. Los agregados regionales corresponden a los países del cuadro. ² Emisiones domésticas, según el Cuadro 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ³ Suma de emisiones del Gobierno central, de otras entidades gubernamentales, del banco central, de entidades semipúblicas y de no residentes, según el Cuadro 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo, más bonos y pagarés internacionales emitidos por el sector público, de la base de datos del BPI. ⁴ Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuentes: encuesta del Grupo de Trabajo; BPI.

Cuadro anexo 5
Emisores de títulos de deuda domésticos¹

(en porcentaje del total de títulos de deuda domésticos en circulación)

	1995				2000				2005			
	Instituciones financieras ²	Banco central	Sector público ³	Sector empresarial ⁴	Instituciones financieras ²	Banco central	Sector público ³	Sector empresarial ⁴	Instituciones financieras ²	Banco central	Sector público ³	Sector empresarial ⁴
América Latina	4	32	58	6	11	15	70	4	14	12	67	7
Argentina	...	0	100	...	...	22	78	...	...	13	87	...
Brasil	5	31	55	8	5	15	76	5	7	1	85	7
Chile	0	100	0	0	0	85	1	14	0	52	11	37
Colombia	0	3	97	...	28	0	72	...	17	0	83	...
México	0	0	100	...	31	2	67	...	37	9	48	6
Perú	0	100	0	...	19	6	57	18	19	18	43	20
Venezuela	...	77	19	4	...	0	92	8	...	84	16	1
Asia, grandes economías	15	1	60	23	21	7	49	23	22	21	45	12
China	...	...	100	...	39	1	59	2	27	30	39	4
Corea	...	...	...	...	18	13	36	33	24	19	38	19
India	4	0	96	0	0	0	98	1	1	0	97	1
Taiwan, China	23	2	37	38	13	8	39	41	15	20	44	21
Asia, otros	4	7	68	22	0	1	69	30	1	7	65	27
Filipinas	0	0	99	0	0	0	99	1	0	0	98	2
Indonesia	33	34	26	7	1	1	95	2	5	2	87	7
Malasia	0	5	62	33	0	2	40	58	0	4	46	50
Tailandia	0	2	66	31	0	0	69	31	0	19	61	20
Europa central	1	6	89	3	6	25	65	4	8	17	74	1
Hungría	2	0	90	8	2	9	87	2	13	0	86	1
Polonia	...	11	89	...	1	20	72	7	2	9	87	2
República Checa	...	...	...	...	19	46	34	0	13	45	42	0
Rusia	...	...	...	...	...	0	100	...	...	4	96	...
Otros	3	3	94	0	2	4	94	0	5	4	90	1
Arabia Saudita	0	0	100	0	0	0	100	0	1	0	99	0
Israel	...	56	44	...	...	62	38	...	...	77	23	...
Sudáfrica	5	0	95	0	7	1	91	2	18	1	77	4
Turquía	...	...	...	...	0	0	100	0	0	0	100	0
TOTAL ECONO. EMERGENTES	6	13	70	10	13	9	64	14	16	16	58	10
Hong Kong RAE	...	...	100	...	...	...	100	...	...	...	100	...
Singapur	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	100
PAÍSES INDUSTRIALES⁵	41	0	47	12	52	0	34	14	55	0	34	11

¹ Incluye bonos, pagarés e instrumentos del mercado monetario. Los agregados regionales corresponden a los países del cuadro. ² Suma de emisiones del sector bancario, de instituciones financieras no bancarias y de otros emisores no residentes, según los Cuadros 2a (instrumentos del mercado monetario) y 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ³ Suma de emisiones del Gobierno central, de otras entidades gubernamentales y semipúblicas y de emisores oficiales no residentes, según los Cuadros 2a (instrumentos del mercado monetario) y 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ⁴ Sector corporativo no financiero distinto de empresas semipúblicas según los Cuadros 2a (instrumentos del mercado monetario) y 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ⁵ Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuente: encuesta del Grupo de Trabajo.

Cuadro anexo 5A

Emisores de instrumentos domésticos del mercado monetario¹

(en porcentaje del total de instrumentos domésticos del mercado monetario en circulación)

	1995				2000				2005			
	Instituciones financieras ²	Banco central	Sector público ³	Sector empresarial ⁴	Instituciones financieras ²	Banco central	Sector público ³	Sector empresarial ⁴	Instituciones financieras ²	Banco central	Sector público ³	Sector empresarial ⁴
América Latina	49	2	48	1	50	16	33	1	44	8	45	2
Argentina	...	0	100	...	...	65	35	...	...	100	0	...
Brasil	100	...	...	0	100	...	...	0	54	0	46	0
Chile	0	100	0	0	0	100	0	0	0	100	0	0
Colombia	0	33	67	...	100	0	0	...	58	0	42	...
México	0	0	100	...	56	0	44	...	44	0	51	5
Perú	0	100	0	...	3	84	0	13	8	78	0	14
Venezuela	...	...	85	15	...	...	78	22	...	...	90	10
Asia, grandes economías	30	2	19	49	27	11	4	58	18	66	2	14
China	...	...	...	...	...	100	...	...	...	94	...	6
Corea	...	...	...	...	34	3	0	63	64	14	0	22
India	16	0	82	1	5	0	70	25	20	0	56	24
Taiwan, China	33	3	2	62	23	17	4	57	13	58	2	26
Asia, otros	13	45	20	22	0	17	55	28	1	57	36	7
Filipinas	...	...	...	...	98	2	...	...	89	11	...	...
Indonesia	26	58	16	0	0	12	88	0	3	14	76	7
Malasia	0	33	24	44	0	26	16	58	0	61	16	23
Tailandia	0	0	0	0	0	0	100	0	0	72	28	0
Europa central	0	12	87	1	1	49	43	7	2	59	37	2
Hungría	1	0	94	5	2	25	72	1	3	0	96	1
Polonia	...	15	85	...	3	37	43	17	7	42	46	5
República Checa	...	...	...	...	0	68	32	0	0	85	15	0
Rusia	...	...	...	...	...	...	100	...	...	100	0	...
Otros	32	41	28	0	19	54	27	0	7	42	50	0
Arabia Saudita	0	0	100	0	0	0	0	0	0	0	100	0
Israel	...	100	...	...	...	100	...	...	...	100	...	...
Sudáfrica	66	0	34	0	45	5	50	0	32	8	60	0
Turquía	...	...	...	...	0	0	100	0	0	0	100	0
TOTAL ECONO. EMERGENTES	27	12	33	28	28	21	22	30	20	54	16	10
Hong Kong RAE	...	...	100	...	...	...	100	...	...	...	100	...
Singapur	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	100
PAÍSES INDUSTRIALES⁵	44	0	46	9	68	0	22	10	70	0	26	4

¹ Sólo incluye instrumentos del mercado monetario; excluye bonos y pagarés. Los agregados regionales corresponden a los países del cuadro. ² Suma de emisiones del sector bancario, instituciones financieras no bancarias y otros emisores no residentes, según el Cuadro 2a (instrumentos del mercado monetario) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ³ Suma de emisiones del Gobierno central, de otras entidades gubernamentales y semipúblicas y de emisores oficiales no residentes, según el Cuadro 2a (instrumentos del mercado monetario) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ⁴ Sector corporativo no financiero distinto de empresas semipúblicas según el Cuadro 2a (instrumentos del mercado monetario) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ⁵ Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuente: encuesta del Grupo de Trabajo.

Cuadro anexo 5B
Emisores de bonos domésticos¹

(en porcentaje del total de bonos domésticos en circulación)

	1995				2000				2005			
	Instituciones financieras ²	Banco central	Sector público ³	Sector empresarial ⁴	Instituciones financieras ²	Banco central	Sector público ³	Sector empresarial ⁴	Instituciones financieras ²	Banco central	Sector público ³	Sector empresarial ⁴
América Latina	0	34	59	6	4	15	77	4	10	13	70	7
Argentina	...	0	100	...	...	0	100	...	...	5	95	...
Brasil	0	33	58	9	0	16	79	5	0	1	91	9
Chile	...	100	...	...	...	84	1	16	...	47	13	41
Colombia	...	...	100	...	26	0	74	...	15	0	85	...
México	0	...	100	...	14	3	82	...	35	12	47	6
Perú	0	0	0	...	21	0	61	18	20	11	48	21
Venezuela	...	97	2	1	...	0	97	3	...	88	12	0
Asia, grandes economías	4	0	93	3	20	7	57	17	23	9	57	11
China	...	...	100	...	39	...	59	2	39	...	58	4
Corea	...	...	...	...	16	14	42	28	18	19	44	18
India	...	0	100	...	...	0	100	...	...	0	100	...
Taiwan, China	9	...	84	7	4	...	70	26	15	...	66	18
Asia, otros	3	0	75	22	0	0	70	30	1	1	69	29
Filipinas	0	0	99	0	0	0	99	1	0	0	98	2
Indonesia	43	0	40	17	1	0	96	2	5	0	88	7
Malasia	0	0	69	31	0	0	42	58	0	0	48	52
Tailandia	...	2	66	31	...	0	68	32	...	4	70	25
Europa central	2	0	92	6	10	7	81	2	10	2	88	1
Hungría	3	0	88	8	2	0	95	3	15	0	84	0
Polonia	...	0	100	...	1	12	86	2	1	3	95	1
República Checa	...	...	...	...	61	0	39	...	28	0	72	...
Rusia	...	...	...	...	...	0	100	...	...	0	100	...
Otros	0	0	100	0	0	0	99	0	5	0	94	1
Arabia Saudita	0	0	100	0	0	0	100	0	1	0	99	0
Israel	...	...	100	...	...	...	100	...	...	...	100	...
Sudáfrica	0	0	100	0	1	0	97	2	17	0	78	5
Turquía	...	...	...	...	0	0	100	0	0	0	100	0
TOTAL ECONO. EMERGENTES	1	14	79	6	10	7	71	12	15	8	67	10
Hong Kong RAE	...	...	100	...	...	...	100	...	...	...	100	...
Singapur	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	100
PAÍSES INDUSTRIALES⁵	40	0	47	13	48	0	37	15	52	0	35	13

¹ Sólo incluye bonos y pagarés; excluye instrumentos del mercado monetario. Los agregados regionales corresponden a los países del cuadro. ² Suma de emisiones del sector bancario, de instituciones financieras no bancarias y de otros emisores no residentes, según el Cuadro 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ³ Suma de emisiones del Gobierno central, de otras entidades gubernamentales y semipúblicas y de emisores oficiales no residentes, según el Cuadro 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ⁴ Sector corporativo no financiero distinto de empresas semipúblicas según el Cuadro 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. ⁵ Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuente: encuesta del Grupo de Trabajo.

Cuadro anexo 6
Proporción de títulos de deuda de corto plazo¹

(en porcentaje del total de títulos de deuda en circulación)

	1995		2000		2005	
	Nacionales ²	Internacio- nales ³	Nacionales ²	Internacio- nales ³	Nacionales ²	Internacio- nales ³
América Latina	6	2	10	1	14	0
Argentina	0	3	13	1	7	0
Brasil	5	4	5	2	13	1
Chile	...	0	...	0	...	0
Colombia	11	3	0	0	3	0
México	39	1	25	1	21	0
Perú	...	6	7	0	10	0
Venezuela	100	0	100	0	100	0
Asia, grandes economías	46	5	33	2	34	1
China	100	0	98	0	73	0
Corea	...	8	1	3	0	2
India	24	0	4	0	4	0
Taiwan, China	58	0	47	0	34	0
Asia, otros	8	2	6	1	11	0
Filipinas	...	1	...	0	...	0
Indonesia	22	0	12	0	14	0
Malasia	11	0	7	1	3	0
Tailandia	0	6	4	3	22	3
Europa central	50	0	25	0	12	0
Hungría	27	0	35	0	20	0
Polonia	70	0	20	0	10	0
República Checa	...	0	22	0	8	0
Rusia	...	3	1	0	0	0
Otros	2	1	1	0	5	0
Arabia Saudita	2	0	0	0	2	0
Israel	...	0	...	0	...	0
Sudáfrica	...	3	...	0	...	0
Turquía	...	0	2	0	7	0
TOTAL ECONO. EMERGENTES	18	2	21	1	24	0
Hong Kong RAE	75	2	67	11	46	3
Singapur	31	0	31	5	27	8
PAÍSES INDUSTRIALES⁴	16	9	19	9	17	4

¹ Incluye bonos, pagarés e instrumentos del mercado monetario. Los totales regionales corresponden a los países del cuadro. Vencimiento original. ² Suma de emisiones del Gobierno central y todos los demás emisores, según el Cuadro 2e de la encuesta del Grupo de Trabajo. ³ Bonos, pagarés e instrumentos del mercado monetario internacionales, de la base de datos del BPI. ⁴ Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuentes: encuesta del Grupo de Trabajo; BPI.

Cuadro anexo 7

Vencimiento de títulos de deuda domésticos del Gobierno central en circulación¹

(vencimientos medios originales y residuales, en años)

	1995		2000		2005	
	Original	Residual	Original	Residual	Original	Residual
América Latina	3.1	0.7	5.1	2.4	6.8	3.9
Argentina	...	...	...	...	...	12.0
Brasil	...	0.7	...	2.7	...	2.3
Chile	...	...	...	...	...	...
Colombia	3.1	...	5.1	3.6	6.8	3.8
México	...	0.8	...	1.4	...	3.4
Perú	...	...	...	...	...	...
Venezuela	...	2.9	...	2.5	...	10.1
Asia, grandes economías	7.2	2.6	9.6	2.7	9.8	6.1
China	...	...	...	...	...	...
Corea	...	...	4.0	2.4	6.1	4.1
India	...	...	13.0	...	14.0	10.0
Taiwan, China	7.2	2.6	10.6	3.2	10.8	3.4
Asia, otros	...	...	13.0	5.0	10.7	5.0
Filipinas	...	...	...	...	...	...
Indonesia	...	...	10.0	6.0	10.0	7.0
Malasia	...	...	13.0	5.0	12.0	5.0
Tailandia	...	...	...	...	9.0	...
Europa central	1.7	1.2	4.2	2.6	6.2	3.6
Hungría	...	...	...	...	...	...
Polonia	1.7	1.2	4.2	2.6	6.2	3.6
República Checa	...	...	...	...	...	...
Rusia	...	...	4.0	1.7	11.1	8.6
Otros	8.5	6.5	2.1	4.5	4.4	3.2
Arabia Saudita	...	6.5	...	6.0	...	5.0
Israel	8.5	...	8.5	...	9.7	...
Sudáfrica	...	...	...	...	...	...
Turquía	...	...	1.5	1.1	4.3	2.1
TOTAL ECONO. EMERGENTES	5.3	3.2	7.5	3.2	8.3	4.5
Hong Kong RAE	...	...	...	...	...	...
Singapur	1.6	1.0	4.1	2.7	5.1	3.6
PAÍSES INDUSTRIALES⁴	6.7	5.3	9.5	6.4	10.3	5.7

¹ Incluye bonos, pagarés e instrumentos del mercado monetario. Los totales regionales corresponden a los países del cuadro y están ponderados por las correspondientes cantidades en circulación. Vencimientos medios originales y residuales de los títulos en circulación del Gobierno central, según el Cuadro 2e de la encuesta del Grupo de Trabajo. ⁴ Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuente: encuesta del Grupo de Trabajo.

Cuadro anexo 8

Bonos domésticos por tipo de instrumento¹

(en porcentaje del total de los bonos en circulación)

	1995				2000				2005			
	Tasa variable	Tasa fija	Indexados a la inflación	Denominados en/ ligados a divisas	Tasa variable	Tasa fija	Indexados a la inflación	Denominados en/ ligados a divisas	Tasa variable	Tasa fija	Indexados a la inflación	Denominados en/ ligados a divisas
América Latina	54	24	12	11	47	12	13	22	46	23	23	5
Argentina	26	0	0	74	12	0	0	88	2	1	74	20
Brasil	64	32	0	3	58	15	6	21	60	21	16	3
Chile	0	0	100	0	0	0	92	8	0	18	64	18
Colombia	...	...	...	...	0	50	41	7	0	70	29	1
México	45	0	52	2	35	6	16	0	47	28	13	0
Perú	...	...	23	77	17	0	54	29	3	35	36	25
Venezuela	100	...	...	...	100	...	...	...	44	...	...	56
Asia, grandes economías	0	100	0	0	19	81	0	0	9	91	0	0
China	...	100	...	...	46	54	...	...	19	81	...	...
Corea	...	0	0	0	8	92	0	0	3	97	0	0
India	0	100	0	0	0	100	0	0	5	95	0	0
Taiwan, China	0	100	0	0	0	100	0	0	0	100	0	0
Asia, otros	8	92	0	0	15	83	0	2	9	91	0	0
Filipinas	26	74	...	...	8	92	...	...	4	96	...	...
Indonesia	...	...	...	...	51	42	0	7	53	47	0	0
Malasia	...	100	...	...	...	100	...	...	...	100	...	...
Tailandia	0	100	0	0	0	100	0	0	0	100	0	0
Europa central	54	46	0	0	18	82	1	0	12	87	1	0
Hungría	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Polonia	54	46	0	0	20	80	0	0	15	84	2	0
República Checa	...	...	...	...	0	95	5	0	0	100	0	0
Rusia	...	...	...	...	...	100	...	...	...	97	3	...
Otros	2	97	1	0	11	86	1	1	21	63	7	7
Arabia Saudita	0	100	0	0	9	91	0	0	17	83	0	0
Israel	37	28	29	6	23	53	22	1	10	78	12	...
Sudáfrica	0	100	0	...	1	97	0	...	9	77	9	...
Turquía	...	...	...	...	24	70	0	6	31	42	11	15
TOTAL ECONO. EMERGENTES	22	69	5	4	24	65	3	6	19	71	6	2
Hong Kong RAE	0	100	0	0	0	100	0	0	3	97	0	0
Singapur	...	100	...	...	...	100	...	...	...	100	...	...
PAÍSES INDUSTRIALES²	4	95	1	0	6	90	4	0	12	83	6	0

¹ Sólo incluye bonos y pagarés; excluye instrumentos del mercado monetario. Los totales regionales corresponden a los países del cuadro. Los totales no suman el 100% debido a la exclusión de los instrumentos híbridos. Coeficiente obtenido con los datos para el Gobierno central y todos los demás emisores según el Cuadro 2d de la encuesta del Grupo de Trabajo. ² Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuente: encuesta del Grupo de Trabajo.

Cuadro anexo 9
Tenedores de títulos de deuda domésticos¹

(en porcentaje del total de los títulos de deuda en circulación)

	1995				2000				2005			
	Bancos	Otros financieros	Otros residentes	No residentes	Bancos	Otros financieros	Otros residentes	No residentes	Bancos	Otros financieros	Otros residentes	No residentes
América Latina	39	13	16	...	27	32	30	1	28	47	13	2
Argentina	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Brasil	39	13	14	...	32	37	18	...	32	50	7	...
Chile	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Colombia	29	7	65	...	33	14	53	...	36	18	46	...
México	...	...	...	...	8	19	70	3	14	50	28	9
Perú	...	...	...	...	1	14	...	...	6	17	...	...
Venezuela	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Asia, grandes economías	63	23	14	0	31	18	7	0	51	38	10	0
China	...	...	100	...	65	24	10	...	69	27	4	0
Corea	...	...	...	...	2	9	3	0	30	56	13	0
India	72	22	6	0	68	18	14	0	58	21	21	0
Taiwan, China	58	24	18	...	43	45	12	...	...	...	...	...
Asia, otros	8	36	4	2	17	33	2	0	18	35	14	3
Filipinas	...	...	...	0	18	...	...	0	21	...	...	1
Indonesia	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Malasia	16	70	8	3	17	75	4	0	16	70	8	5
Tailandia	...	...	...	...	...	...	...	...	17	42	39	3
Europa central	64	4	25	6	39	14	32	15	31	34	10	20
Hungría	58	10	28	4	31	27	27	15	26	33	14	27
Polonia	70	...	23	7	44	6	35	15	24	44	10	22
República Checa	...	...	...	...	...	...	...	...	63	...	...	...
Rusia	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	3
Otros	17	49	30	4	21	60	16	3	33	32	30	5
Arabia Saudita	17	83	0	0	23	77	0	0	27	73	0	0
Israel	32	48	20	1	21	60	19	0	16	56	28	1
Sudáfrica	12	25	56	8	15	20	51	13	17	23	55	6
Turquía	...	...	...	...	...	...	...	...	53	2	34	11
TOTAL ECONO. EMERGENTES	35	30	20	2	28	29	14	1	42	38	14	2
Hong Kong RAE	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Singapur	...	...	...	...	...	...	...	...	44	11	12	13
PAÍSES INDUSTRIALES²	15	43	24	17	13	46	18	22	11	46	17	26

¹ Incluye bonos, pagarés e instrumentos del mercado monetario. Los totales regionales corresponden a los países del cuadro. Coeficiente obtenido con los datos sobre tenedores de títulos de deuda del Gobierno central y de todos los demás emisores, según los Cuadros 4a (instrumentos del mercado monetario) y 4b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. Los totales no suman el 100% debido a la presencia de "tenedores no asignados" para algunos países. ² Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuente: encuesta del Grupo de Trabajo.

Cuadro anexo 9A
Tenedores de instrumentos domésticos del mercado monetario¹
(en porcentaje del total de los instrumentos del mercado monetario en circulación)

	1995				2000				2005			
	Bancos	Otros financieros	Otros residentes	No residentes	Bancos	Otros financieros	Otros residentes	No residentes	Bancos	Otros financieros	Otros residentes	No residentes
América Latina	...	...	...	...	10	4	80	6	37	50	12	1
Argentina	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Brasil	...	...	...	...	...	...	...	...	56	42	2	...
Chile	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Colombia	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
México	...	...	...	...	10	4	80	6	17	58	23	2
Perú	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Venezuela	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Asia, grandes economías	78	13	9	...	32	47	19	0	67	25	8	0
China	...	...	...	...	...	...	...	...	87	13	0	0
Corea	...	...	...	...	15	64	21	0	12	59	29	0
India	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Taiwan, China	78	13	9	...	60	24	16	...	...	...	...	...
Asia, otros	60	...	...	...	34	...	...	...	31	15	6	0
Filipinas	...	...	...	...	27	...	...	...	33	...	...	...
Indonesia	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Malasia	60	...	...	...	96	...	...	...	44	...	...	...
Tailandia	...	...	...	...	...	...	...	...	24	53	21	1
Europa central	61	4	26	10	33	30	35	2	28	26	43	3
Hungría	28	14	50	7	17	29	53	1	21	30	46	3
Polonia	71	...	18	11	51	31	16	3	35	23	41	2
República Checa	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Rusia	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Otros	47	18	35	0	24	24	52	0	25	23	50	2
Arabia Saudita	0	100	0	0	...	...	...	...	0	100	0	0
Israel	50	15	35	1	15	51	33	0	21	44	34	1
Sudáfrica	57	...	43	...	32	...	68	...	46	...	54	...
Turquía	...	...	...	...	...	...	...	...	18	1	75	6
TOTAL ECONO. EMERGENTES	67	11	18	2	29	35	30	1	57	27	13	0
Hong Kong RAE	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Singapur	...	...	...	...	...	...	...	...	65	5	2	...
PAÍSES INDUSTRIALES²	26	31	11	20	16	38	8	23	19	39	7	18

¹ Sólo incluye instrumentos del mercado monetario; excluye bonos y pagarés. Los totales regionales corresponden a los países del cuadro. Coeficiente obtenido con los tenedores de títulos de deuda del Gobierno central y de todos los demás emisores, según el Cuadro 4a (instrumentos del mercado monetario) de la encuesta del Grupo de Trabajo. Los totales no suman el 100% debido a la presencia de "tenedores no asignados" para algunos países. ² Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuente: encuesta del Grupo de Trabajo.

Cuadro anexo 9B
Tenedores de bonos domésticos¹
(en porcentaje del total de los bonos en circulación)

	1995				2000				2005			
	Bancos	Otros financieros	Otros residentes	No residentes	Bancos	Otros financieros	Otros residentes	No residentes	Bancos	Otros financieros	Otros residentes	No residentes
América Latina	39	13	16	...	28	33	27	0	27	47	13	2
Argentina	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Brasil	39	13	14	...	32	37	18	...	30	50	7	...
Chile	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Colombia	29	7	65	...	33	14	53	...	36	18	46	...
México	...	...	...	...	8	24	67	1	13	47	29	11
Perú	...	...	...	...	1	14	...	...	6	17	...	...
Venezuela	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Asia, grandes economías	58	27	15	0	31	15	6	0	48	42	11	0
China	...	...	100	...	65	24	10	...	61	33	6	0
Corea	...	...	...	...	...	...	...	0	33	55	11	0
India	72	22	6	0	68	18	14	0	58	21	21	0
Taiwan, China	41	34	25	...	34	56	9	...	...	...	...	...
Asia, otros	7	37	4	2	15	43	2	0	16	38	15	3
Filipinas	...	...	...	0	15	...	...	1	17	...	...	1
Indonesia	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Malasia	13	75	8	3	14	81	5	0	15	71	9	5
Tailandia	...	...	...	...	...	...	...	...	16	40	41	3
Europa central	68	5	25	2	41	9	31	20	32	35	5	22
Hungría	69	8	20	3	38	26	13	22	28	34	6	32
Polonia	66	...	34	0	42	...	40	18	23	46	7	24
República Checa	...	...	...	...	...	...	...	...	63	...	...	...
Rusia	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	3
Otros	15	51	29	4	20	62	14	3	33	32	27	6
Arabia Saudita	17	81	0	0	23	77	0	0	27	73	0	0
Israel	29	52	18	0	22	62	16	0	15	58	26	1
Sudáfrica	8	27	57	8	13	24	49	15	12	23	50	6
Turquía	...	...	...	...	...	...	...	...	56	2	31	11
TOTAL ECONO. EMERGENTES	31	32	20	2	28	28	13	1	39	40	14	3
Hong Kong RAE	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Singapur	...	...	...	...	...	...	...	...	36	13	16	18
PAÍSES INDUSTRIALES²	15	44	25	17	13	47	19	21	10	46	17	26

¹ Solo incluye bonos y pagarés; excluye instrumentos del mercado monetario. Los totales regionales corresponden a los países del cuadro. Coeficiente obtenido con los tenedores de títulos de deuda del Gobierno central y de todos los demás emisores, según el Cuadro 2b (bonos y pagarés) de la encuesta del Grupo de Trabajo. Los totales no suman el 100% debido a la presencia de "tenedores no asignados" para algunos países. ² Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuente: encuesta del Grupo de Trabajo.

Cuadro anexo 10

Volumen de negociación/títulos en circulación y diferenciales de compra/venta

	1995			2000			2005		
	Diferen. compra /venta ¹	Negociación ²	Deuda ³	Diferen. compra /venta ¹	Negociación ²	Deuda ³	Diferen. compra /venta ¹	Negociación ²	Deuda ³
América Latina
Argentina	99.9	...	225.3	99.8	...	63.9	75.8
Brasil	...	658.5	96.2	4.5	423.5	97.5	2.0	369.6	99.6
Chile	2.0	...	...
Colombia	2458.7	...
México	100.0	7.7	605.2	100.0	4.6	913.1	100.0
Perú	20.0	45.0	49.0
Venezuela
Asia, grandes economías
China	6.2	82.8	...	48.9	93.1
Corea	1.0	939.4	4.5	1.0	874.5	1.6
India	2.0	319.7	...	1.0	327.9	...
Taiwan, China	...	124.4	...	...	685.5	...	...	3,971.8	...
Asia, otros
Filipinas	684.1	...	37.5	349.0	...
Indonesia	100.0	29.0	45.0	60.0	99.0	41.0
Malasia	...	5.5	100.0	...	110.3	100.0	2.5	136.2	100.0
Tailandia	100.0	...	175.1	100.0	5.0	60.1	100.0
Europa central
Hungría
Polonia	9.0	...	...	2.5	3,675.6	97.0
República Checa	100.0	30.0	121.6	100.0
Rusia	80.1	...	22.8	50.5	...
Otros
Arabia Saudita	20.0	1.3	...	18.0	2.4	...	10.0	1.7	...
Israel	...	20.9	49.3	...	47.0	51.5	...	108.9	64.3
Sudáfrica	94.6	...	2,963.8	99.8	...	1,836.9	99.5
Turquía	725.7	26.6	...	259.5	40.5
TOTAL ECONO. EMERGENTES
Hong Kong RAE	...	11,229.4	...	...	840.6	...	...	454.7	...
Singapur	1.0	36.5	...	1.0	48.3	44.6	1.0	48.2	53.4
PAÍSES INDUSTRIALES⁴

Nota: los datos se refieren a los indicadores de liquidez en los mercados de bonos (y pagarés) locales del Gobierno central (Cuadro 3a de la encuesta del Grupo de Trabajo).

¹ Emisión más líquida, en puntos básicos. ² Volumen de negociación de bonos y pagarés del Gobierno central, en porcentaje de la cantidad en circulación del año anterior. ³ Deuda negociable, en porcentaje del total de los bonos locales del Gobierno central.

⁴ Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuentes: encuesta del Grupo de Trabajo; BPI.

Cuadro anexo 11
Emisión más líquida

	1995		2000		2005	
	Venci- miento ¹	Títulos de referencia ² (vencimientos)	Venci- miento ¹	Títulos de referencia ² (vencimientos)	Venci- miento ¹	Títulos de referencia ² (vencimientos)
América Latina
Argentina	10.0	...
Brasil	1.0	...	2.0	...
Chile	2	5.0	6
Colombia	2.0	...	9.0	6
México	1.0	6	10.0	9
Perú	7.0	...
Venezuela
Asia, grandes economías
China	7.5	...	6.8	...
Corea	3.0	1	5.0	2
India	10.0	15
Taiwan, China	10.0	...	10.0	...	10.0	...
Asia, otros
Filipinas	3.5	0
Indonesia	5.0	8	5.0	10
Malasia	3	3.0	3
Tailandia	4	5.0	4
Europa central
Hungría	7	...	7
Polonia	5.0	3	5.0	3
República Checa	5	15.0	4
Rusia	3.0	...	11.6	...
Otros
Arabia Saudita	5	...	5
Israel	7	...	5
Sudáfrica	16.0	4	21.0	6
Turquía	4
TOTAL ECONO. EMERGENTES
Hong Kong RAE	15
Singapur	7.0	...	10.0	6	10.0	7
PAÍSES INDUSTRIALES³

¹ Vencimiento del título más líquido negociado, determinado en el momento de emisión, en años (Cuadro 3a de la encuesta del Grupo de Trabajo). ² Número de valores de referencia (de la encuesta de BIS Deputy Governors' Note de 2007 (sin publicar)). Para Colombia, sólo títulos en moneda local. COP: Abr-06, Abr-08, Jul-09, Feb-10, Abr-12, Sep-14; para Corea, bonos del Tesoro a tres años en 2000 y a tres y cinco años en 2005; para Malasia, bonos a tres, cinco y 10 años; para Tailandia, bonos a tres, cinco, siete y 10 años; para la República Checa, bonos a tres, cinco, siete y 10 años en 2000 y a tres, cinco, 10 y 15 años en 2005; para Polonia, bonos a dos, cinco y 10 años. ³ Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuentes: encuesta del Grupo de Trabajo; BPI.

Cuadro anexo 12
Depósitos y préstamos bancarios en moneda extranjera¹

	1995			2000			2005		
	Total depósitos en % del PIB	Depósitos en divisas en % de depósitos totales	Préstamos en divisas en % de préstamo total	Total depósitos en % del PIB	Depósitos en divisas en % de depósitos totales	Préstamos en divisas en % de préstamo total	Total depósitos en % del PIB	Depósitos en divisas en % de depósitos totales	Préstamos en divisas en % de préstamo total
América Latina	22	26	41	24	21	45	25	6	17
Argentina	17	56	60	30	63	69	25	10	10
Brasil	21	...	...	20	0	...	25	0	...
Chile	44	...	...	59	...	...	64	...	...
Colombia	31	0	13	29	0	8	33	0	6
México	22	5	39	20	7	32	20	8	16
Perú	...	...	...	23	74	82	20	65	70
Venezuela	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Asia, grandes economías	75	5	10	98	7	7	128	5	5
China	89	...	...	125	...	...	166	4	6
Corea	39	9	16	69	5	10	83	4	4
India	...	...	...	38	...	...	50	...	...
Taiwan, China	107	3	6	129	9	4	160	8	3
Asia, otros	67	9	19	75	14	12	71	12	10
Filipinas	...	...	...	53	62	18	56	56	28
Indonesia	42	21	19	45	23	43	40	18	18
Malasia	113	...	...	127	2	2	129	3	2
Tailandia	77	1	...	93	2	...	86	2	...
Europa central	36	29	24	42	19	24	44	17	29
Hungría	42	37	24	47	34	39	49	28	47
Polonia	25	25	...	35	17	21	33	16	26
República Checa	61	...	...	58	15	21	67	12	13
Rusia	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Otros	37	20	12	44	24	22	53	18	2
Arabia Saudita	37	23	32	38	18	31	42	16	11
Israel	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Sudáfrica	52	0	4	54	5	9	75	3	1
Turquía	24	53	...	42	45	33	46	35	16
TOTAL ECONO. EMERGENTES	49	12	17	65	14	17	84	7	5
Hong Kong RAE	200	50	67	268	48	33	295	48	22
Singapur	139	34	53	152	30	25	166	30	28
PAÍSES INDUSTRIALES²	66	28	23	72	32	28	89	35	32

¹ Depósitos de y préstamos a entidades no bancarias, según el Cuadro 5b de la encuesta del Grupo del Trabajo. ² Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuentes: encuesta del Grupo de Trabajo; BPI.

Cuadro anexo 13

Fondos de pensiones residentes: títulos locales vs. extranjeros¹

	1995			2000			2005		
	Activos totales en % del PIB	Títulos locales en % de activo total	Títulos extranje- ros en % de activo total	Activos totales en % del PIB	Títulos locales en % de activo total	Títulos extranje- ros en % de activo total	Activos totales en % del PIB	Títulos locales en % de activo total	Títulos extranje- ros en % de activo total
América Latina	21	100	0	9	93	7	15	85	16
Argentina	...	...	...	7	96	4	12	92	8
Brasil	...	...	...	11	...	...	16	85	...
Chile	36	100	0	48	89	11	63	70	30
Colombia	...	...	...	...	...	...	17	88	12
México	...	...	...	3	100	0	7	98	1
Perú	1	100	0	5	93	7	12	90	10
Venezuela	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Asia, grandes economías	5	64	...	7	59	...	18	90	6
China	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Corea	7	64	0	11	56	0	25	91	6
India	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Taiwan, China	0	100	0	1	100	0	3	89	11
Asia, otros	43	...	0	52	...	0	25	91	1
Filipinas	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Indonesia	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Malasia	43	...	0	52	...	0	54	...	0
Tailandia	...	...	...	...	...	...	4	91	9
Europa central	0	76	...	2	93	2	8	96	2
Hungría	0	76	0	3	94	2	7	93	5
Polonia	...	...	...	1	92	0	9	97	2
República Checa	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Rusia	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Otros	91	75	1	88	61	8	56	72	6
Arabia Saudita	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Israel	23	...	...	23	3	0	31	23	1
Sudáfrica	134	75	1	148	70	9	153	77	6
Turquía	...	...	...	...	...	...	0	100	...
TOTAL ECONO. EMERGENTES	25	76	0	16	68	7	22	81	7
Hong Kong RAE	...	...	...	...	...	...	25	...	...
Singapur	...	...	...	...	...	...	...	...	...
PAÍSES INDUSTRIALES²	57	74	20	61	79	25	67	80	23

¹ Datos sobre activos y títulos del Cuadro 5a de la encuesta del Grupo de Trabajo. Los títulos locales y extranjeros no necesariamente suman el total de activos debido a la posible existencia de otro tipo de activos que no se incluyen como locales ni extranjeros. ² Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuentes: encuesta del Grupo de Trabajo; FMI; BPI.

Cuadro anexo 14

Valor agregado en moneda local de títulos respaldados por activos

	2000		2005	
	En miles de millones de dólares de EEUU	En % del total de bonos y pagarés locales en circulación	En miles de millones de dólares de EEUU	En % del total de bonos y pagarés locales en circulación
América Latina	0.3	0.1	15.3	2.1
Argentina	...	...	...	...
Brasil	0.1	0.0	6.2	1.5
Chile	...	...	1.1	3.2
Colombia	...	...	1.3	2.8
México	...	...	6.0	2.9
Perú	0.2	2.8	0.7	5.7
Venezuela	...	...	...	...
Asia, grandes economías	42.2	11.3	94.8	5.3
China	...	...	0.9	0.1
Corea	42.2	11.3	82.6	10.5
India	...	...	6.3	2.9
Taiwan, China	...	...	5.0	3.1
Asia, otros	...	...	3.3	1.9
Filipinas	...	...	...	...
Indonesia	...	...	...	...
Malasia	...	...	2.9	2.8
Tailandia	...	...	0.4	0.6
Europa central	0.6	8.2	4.4	14.6
Hungría	...	...	...	...
Polonia	...	...	...	...
República Checa	0.6	8.2	4.4	14.6
Rusia	...	...	...	...
Otros	0.5	0.9	7.2	7.0
Arabia Saudita	...	...	...	...
Israel	...	...	...	...
Sudáfrica	0.5	0.9	7.2	7.0
Turquía	...	...	...	...
TOTAL ECONO. EMERGENTES	43.5	6.1	124.9	4.4
Hong Kong RAE	...	...	...	...
Singapur	...	...	1.2	1.8
PAÍSES INDUSTRIALES¹	4,112.3	32.4	7,397.6	38.3

Nota: datos sobre títulos de deuda locales respaldados por activos del Cuadro 2c, y sobre bonos y pagarés locales del Cuadro 2b, de la encuesta del Grupo de Trabajo. ¹ Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuentes: encuesta del Grupo de Trabajo; BPI.

Cuadro anexo 15

Volumen de negociación de derivados en divisas, por tipo de instrumento¹

(medias diarias, en millones de dólares de EEUU)

	1998				2001				2004			
	Forwards outright	FX Swaps	Currency Swaps	Opciones	Forwards outright	FX Swaps	Currency Swaps	Opciones	Forwards outright	FX Swaps	Currency Swaps	Opciones
América Latina	1,006	1,957	0	37	2,150	3,964	497	209	2,378	3,385	897	351
Argentina	137	0	0	0	...	...	...	...	...	...	...	...
Brasil	...	...	...	...	986	210	492	192	366	380	386	105
Chile	466	...	...	...	635	...	...	...	709	201	32	...
Colombia	...	...	...	...	77	3	2	1	211	15	3	13
México	403	1,957	0	37	417	3,750	3	16	1,055	2,784	472	233
Perú	...	...	...	...	35	1	...	...	37	4	4	...
Venezuela	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Asia, grandes economías	1,275	2,360	24	200	2,094	4,640	78	655	6,009	10,206	460	1,687
China	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Corea	287	703	9	46	1,203	2,535	56	156	3,598	5,951	280	441
India	382	903	2	3	451	1,389	4	4	1,210	2,013	113	122
Taiwan, China	606	754	13	151	440	716	19	495	1,201	2,242	68	1,124
Asia, otros	506	3,655	48	257	685	2,514	35	115	924	3,272	277	53
Filipinas	178	224	0	0	112	491	3	...	102	229	5	2
Indonesia	78	733	41	185	210	305	18	...	110	1,213	20	11
Malasia	61	736	...	3	233	549	...	113	316	497	12	29
Tailandia	188	1,962	7	70	131	1,169	14	2	396	1,333	240	10
Europa central	205	3,665	29	103	546	4,194	6	66	524	7,363	4	284
Hungría	153	280	29	2	63	157	...	6	125	1,971	...	46
Polonia	53	488	...	...	442	2,899	...	...	329	4,095	3	177
República Checa	...	2,897	...	101	42	1,138	6	60	70	1,297	1	61
Rusia	658	68	0	146	154	...	...	...	909	5,245	...	...
Otros	2,028	4,107	26	151	981	8,936	7	144	674	12,182	105	337
Arabia Saudita	409	604	...	91	215	583	...	57	73	613	1	73
Israel	...	...	...	...	...	677	...	...	...	2,084	...	190
Sudáfrica	1,618	3,503	26	60	487	7,278	7	87	416	7,513	32	72
Turquía	...	...	...	...	279	399	...	...	185	1,972	71	3
TOTAL ECONO. EMERGENTES	5,678	15,813	126	894	6,611	24,248	622	1,189	11,418	41,652	1,742	2,711
Hong Kong RAE	3,720	43,850	351	983	3,864	43,992	498	1,030	5,365	61,149	971	2,846
Singapur	4,408	74,706	1,340	4,610	8,489	57,687	263	2,765	10,612	72,127	346	8,011
PAÍSES INDUSTRIALES²	99,524	661,452	8,365	81,631	107,241	539,927	6,067	58,812	187,347	782,710	19,646	112,739

¹ Los totales regionales corresponden a los países del cuadro. ² Alemania, Australia, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos y Reino Unido.

Fuente: BIS Triennial Central Bank Surveys on Foreign Exchange and Derivatives Market Activity.

Números anteriores de esta serie

Número	Título	Fecha
CGFS Papers nº 27	Institutional investors, global savings and asset allocation	Febrero 2007
CGFS Papers nº 26	Housing finance in the global financial market	Enero 2006
CGFS Papers nº 25	Foreign direct investment in the financial sector - experiences in Asia, central and eastern Europe and Latin America	Junio 2005
CGFS Papers nº 24	Stress testing at major financial institutions: survey results and practice	Enero 2005
CGFS Papers nº 23	The role of ratings in structured finance: issues and implications	Enero 2005
CGFS Papers nº 22	Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies	Marzo 2004
CGFS Papers nº 21	Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets	Marzo 2003
CGFS Papers nº 20	Credit risk transfer	Enero 2003
CGFS Papers nº 19	IT innovations and financing patterns: implications for the financial system	Febrero 2002
CGFS Papers nº 18	A survey of stress tests and current practice at major financial institutions	Abril 2001
CGFS Papers nº 17	Collateral in wholesale financial markets: recent trends, risk management and market dynamics	Marzo 2001
CGFS Papers nº 16	The implications of electronic trading in financial markets	Enero 2001
CGFS Papers nº 15	Report of the Working Group on the BIS International Banking Statistics	Septiembre 2000
CGFS Papers nº 14	Stress testing by large financial institutions: current practice and aggregation issues	Abril 2000
CGFS Papers nº 13	CGFS issues recommendations for the design of liquid markets	Octubre 1999
CGFS Papers nº 12	A review of financial market events in Autumn 1998	Octubre 1999
CGFS Papers nº 11	Market liquidity: research findings and selected policy implications	May 1999
CGFS Papers nº 10	Implications of repo markets for central banks	Marzo 1999

Todos los volúmenes pueden solicitarse al BPI o consultarse en su página web www.bis.org