

Aspectos más destacados de la actividad bancaria y financiera internacional¹

El BPI, en colaboración con los bancos centrales y autoridades monetarias de todo el mundo, compila y distribuye diversos conjuntos de datos sobre la actividad bancaria y financiera internacional. Para el mercado bancario, los últimos datos disponibles corresponden al tercer trimestre de 2007, mientras que para los mercados internacionales de títulos de deuda y de derivados se utilizan datos del cuarto trimestre de 2007.

El mercado bancario internacional

La actividad en el mercado bancario internacional continuó su expansión durante el tercer trimestre de 2007, en medio de tensiones crecientes en los mercados financieros mundiales. Las tres secciones que siguen analizan la evolución del mercado interbancario a partir de tres conjuntos de estadísticas bancarias internacionales recabadas por el BPI. La primera sección hace referencia al trimestre más reciente, con un énfasis particular en la actividad de los bancos ubicados en el Reino Unido. La segunda analiza la evolución de las necesidades de financiación en dólares estadounidenses de los bancos internacionales. Los datos sugieren que, desde el año 2000, los bancos europeos han aumentado su endeudamiento interbancario para financiar sus crecientes posiciones largas netas frente a entidades no bancarias, lo que podría haber contribuido a los problemas del sector interbancario a medida que la refinanciación iba haciéndose más difícil. La tercera sección estudia las posiciones bilaterales entre diversos sistemas bancarios nacionales sirviéndose de las estadísticas bancarias consolidadas del BPI. En relación al capital de Nivel 1, la exposición interbancaria internacional difiere significativamente de unos sistemas a otros, presentando los bancos europeos en general coeficientes más altos que sus homólogos estadounidenses.

¹ Cualquier consulta sobre las estadísticas bancarias debe dirigirse a Patrick McGuire y Goetz von Peter, y sobre las estadísticas de títulos internacionales de deuda y derivados a Naohiko Baba.

Flujos mundiales y el mercado interbancario de Londres

Los activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI siguieron aumentando en el tercer trimestre de 2007. Sus activos totales se incrementaron en 1,1 billones de dólares (hasta los 32 billones), de los cuales los activos interbancarios supusieron 661.000 millones, pese a la creciente contracción de algunos segmentos del mercado. En los últimos trimestres, la tasa de expansión del crédito bancario internacional ha alcanzado su nivel más alto de los últimos veinte años. El crecimiento interanual de los activos totales, que ha ido acelerándose a paso firme desde 2002, alcanzó el 22% en el último trimestre, un nivel que no se había registrado desde antes de la oleada de ventas bursátiles de 1987. Tal y como se explica en el recuadro de la página 9, las desaceleraciones económicas y los episodios de turbulencias financieras a menudo han ido precedidas de periodos de vigoroso crecimiento del crédito bancario internacional, en particular de los préstamos interbancarios.

Los paneles superiores del Gráfico 1 muestran los flujos netos de fondos a través del sistema bancario internacional durante el tercer trimestre de 2007. La flecha más ancha corresponde al flujo neto de fondos (172.000 millones de dólares) desde Estados Unidos hacia el Reino Unido, impulsado en parte por cambios en las posiciones interbancarias (panel superior derecho). Los activos denominados en dólares estadounidenses contabilizados por bancos de Estados Unidos frente a bancos del Reino Unido aumentaron en 89.000 millones de dólares, llevando la cifra estimada de flujos interbancarios netos hasta los 71.000 millones. Las estadísticas bancarias territoriales del BPI por nacionalidad, que no se desglosan según el país de la contraparte, sugieren que gran parte de esta evolución se debió a la actividad intragrupo de los bancos con sede en el Reino Unido².

Los cambios en las posiciones frente a entidades no bancarias también han contribuido a esta transferencia neta de fondos desde Estados Unidos hacia el Reino Unido (panel superior izquierdo del Gráfico 1)³. Los bancos ubicados en el Reino Unido redujeron sus activos frente a entidades no bancarias de Estados Unidos en 26.000 millones de dólares, debido a una caída de los préstamos (39.000 millones de dólares) y de las participaciones accionariales (23.000 millones)⁴. Esto produjo el primer descenso significativo

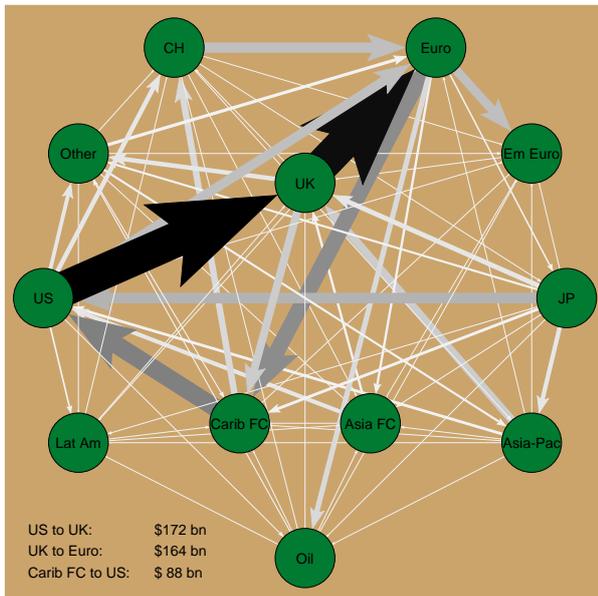
² Los datos procedentes de Estados Unidos indican un incremento de 72.000 millones de dólares en activos contabilizados por bancos británicos en aquel país frente a sus propias sucursales en el extranjero.

³ Incluye créditos concedidos a empresas y entidades financieras no bancarias, así como inversiones en títulos de deuda y en acciones. Para el conjunto de países declarantes, los activos frente a entidades no bancarias en forma de títulos de deuda han pasado de 1,2 billones de dólares (o 35% del total de activos frente a entidades no bancarias) en el primer trimestre de 2000 a 4,3 billones de dólares (37%) en el tercer trimestre de 2007.

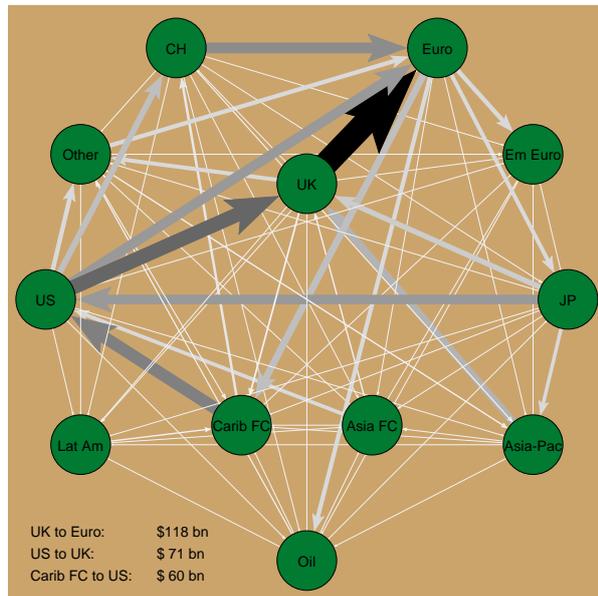
⁴ Esta reducción se vio compensada en parte por un aumento de la inversión en títulos de deuda (37.000 millones de dólares), probablemente por una mayor preferencia por títulos del Tesoro de Estados Unidos. Pese a que no es posible una identificación precisa, las estadísticas bancarias consolidadas del BPI indican que los activos frente al sector público estadounidense contabilizados por bancos alemanes, británicos y franceses aumentaron en conjunto en 71.000 millones de dólares.

Flujo neto de fondos a través del sistema bancario internacional¹

Flujos netos totales² en 2007 T3

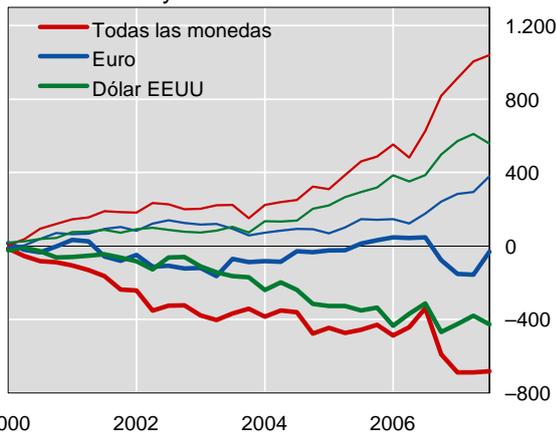


Flujos netos interbancarios² en 2007 T3

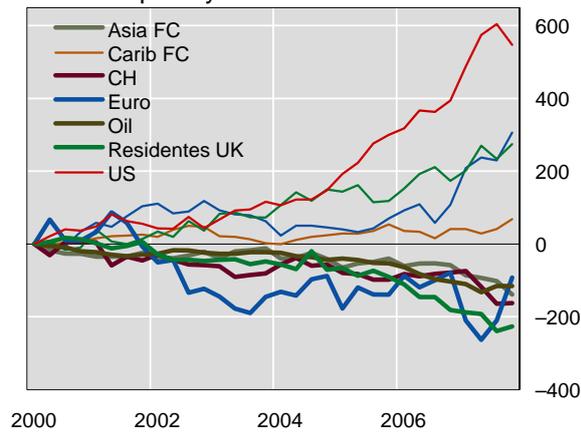


Flujos netos acumulados a través de bancos en el Reino Unido³

Por moneda y sector



Por contraparte y sector



Asia FC = centros financieros de Asia (Hong Kong RAE, Macao y Singapur); Asia-Pac = China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Tailandia y Taiwan (China); Carib FC = centros financieros del Caribe (Antillas Neerlandesas, Aruba, Bahamas, Bermuda, Islas Caimán y Panamá); CH = Suiza; Em Euro = economías emergentes de Europa (Bulgaria, Chipre, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, Rumania, República Checa, Turquía y Ucrania); Euro = zona del euro, excluye Eslovenia; JP = Japón; Lat Am = América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú); Oil = países miembros de la OPEP (excluye Indonesia) más Rusia; Other = otros (Australia, Canadá, Dinamarca, Nueva Zelandia, Noruega y Suecia); UK = Reino Unido, Guernsey, Isle of Man y Jersey; US = Estados Unidos.

¹ Flujos ajustados por el tipo de cambio, expresados a tipos de cambio constantes de finales del tercer trimestre de 2007. ² El grosor de cada flecha es proporcional al volumen de flujos bancarios netos entre países/grupos y es comparable entre paneles. La flecha apunta desde A hacia B si los flujos netos en esa dirección son positivos, calculados como activos netos interbancarios (activos menos pasivos) de bancos en A frente a bancos en B, más activos netos de bancos en A frente a entidades no bancarias en B, menos activos netos de bancos en B frente a entidades no bancarias en A. (Este último componente se pierde si B no es un país declarante). El gráfico no muestra los flujos intrarregionales ni los préstamos de bancos declarantes a residentes en el país. Véase también P McGuire y N Tarashev, «Tracking international bank flows», *BIS Quarterly Review*, diciembre de 2006. ³ Reino Unido según la definición de arriba, en miles de millones de dólares de EEUU. Las líneas gruesas representan flujos netos interbancarios y las delgadas, flujos netos no bancarios.

Fuente: Estadísticas bancarias territoriales (*locational*) del BPI, en base al país de residencia.

Gráfico 1

(56.000 millones de dólares) de sus activos netos frente a estas entidades no bancarias, que habían venido creciendo paulatinamente desde 2002. En

conjunto, los activos netos de los bancos ubicados en el Reino Unido (incluidas sus islas) frente a entidades no bancarias de todo el mundo se estima que han aumentado en más de 1 billón de dólares desde finales de 1999, la mayoría denominados en dólares estadounidenses⁵. Al mismo tiempo, sus pasivos netos frente a bancos crecieron en una cantidad similar, transformación sectorial que se refleja en el panel inferior izquierdo del Gráfico 1⁶. Los crecientes pasivos netos frente a bancos de Suiza, la zona del euro, centros extraterritoriales asiáticos y países exportadores de petróleo podrían haber servido para financiar estos activos netos frente a entidades no bancarias, sobre todo en Estados Unidos (panel inferior derecho del Gráfico 1).

Financiación en dólares estadounidenses en el mercado interbancario

En este apartado se analiza con más detalle la transformación sectorial que se está produciendo en los bancos londinenses, con miras a identificar los sistemas bancarios nacionales que participan en ella. Los analistas han sugerido que los bancos europeos tuvieron dificultades para obtener financiación en dólares estadounidenses a medida que las tensiones en el mercado interbancario iban en aumento durante la segunda mitad de 2007. Las estadísticas territoriales del BPI desglosadas por *nacionalidad* del banco declarante permiten reconstruir (parcialmente) los balances de los bancos de una determinada nacionalidad frente al resto del mundo, ofreciendo así información —aunque incompleta— sobre sus necesidades de financiación netas en una moneda concreta⁷.

En general, esos datos indican diferencias significativas entre los patrones de financiación mundial de los bancos europeos y estadounidenses. Los paneles superiores del Gráfico 2 muestran los activos netos agregados (desglosados por sectores) de sucursales de bancos europeos y estadounidenses ubicadas en diversos países declarantes (enumerados en los paneles inferiores)⁸. Tal y como se aprecia en el panel superior izquierdo, los bancos estadounidenses han tomado prestados dólares estadounidenses de

Los bancos de
EEUU canalizan
dólares hacia el
mercado
interbancario...

⁵ En términos brutos, en el tercer trimestre de 2007 los bancos del Reino Unido declararon activos frente a entidades no bancarias por valor de 3 billones de dólares, de los que aproximadamente la mitad estaban denominados en dólares estadounidenses.

⁶ Los pasivos frente a bancos incluyen posiciones frente a sus propias sucursales, otros bancos y autoridades monetarias oficiales. En las estadísticas del BPI, las posiciones interbancarias no garantizadas no pueden distinguirse de las que sí lo están, como por ejemplo *repos*.

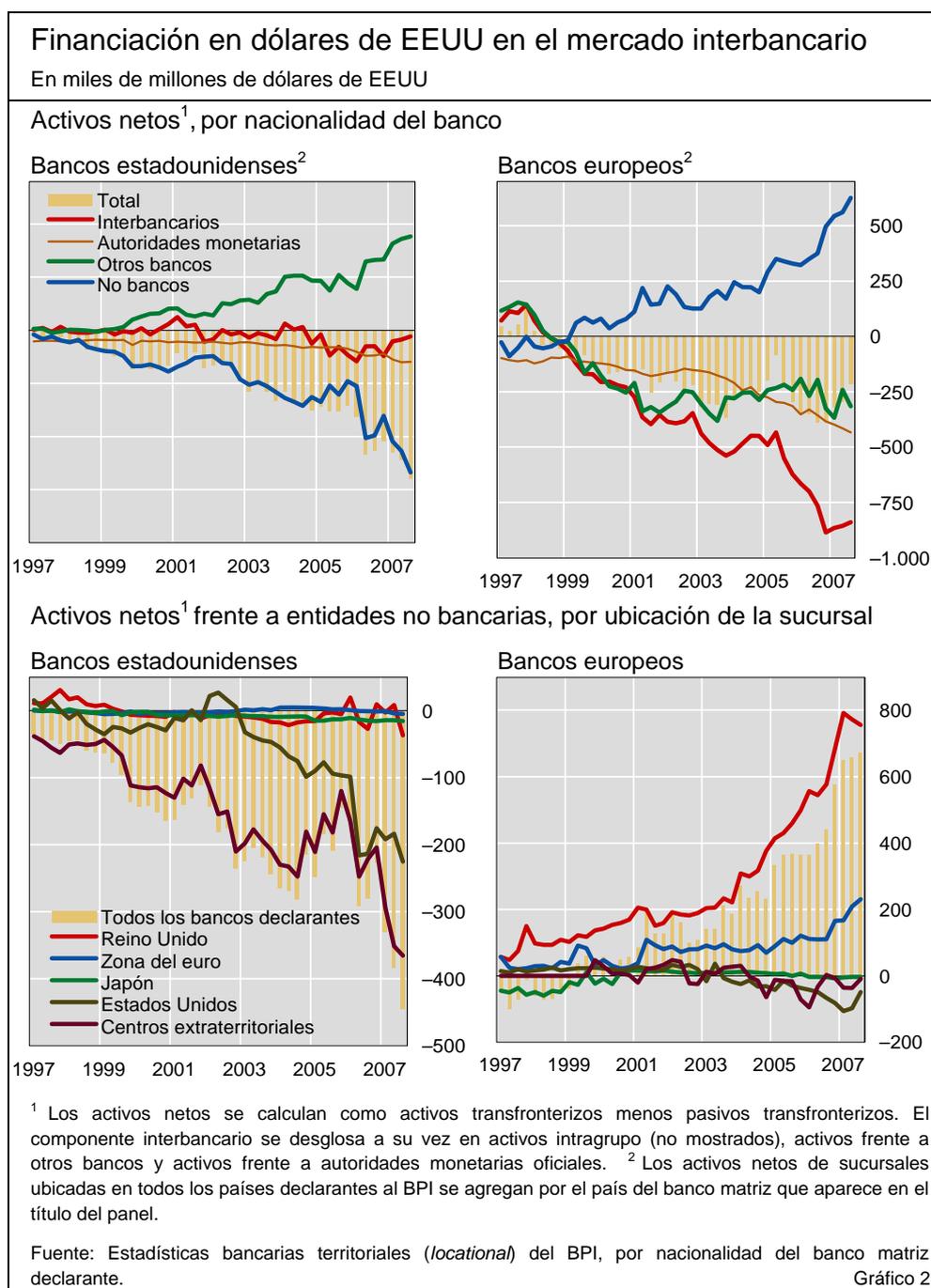
⁷ Las *estadísticas territoriales (locational) del BPI por nacionalidad* desglosan las posiciones transfronterizas totales de los bancos (en todas las divisas) y las posiciones frente a residentes (en moneda extranjera) por *nacionalidad del banco matriz* en cada país declarante. Las posiciones se desglosan además por sectores (entidades no bancarias, otros bancos y entre sucursales) y por divisa, pero no por país de la contraparte.

⁸ Estos datos deben interpretarse con cautela ya que excluyen los activos en dólares estadounidenses frente a residentes contabilizados por sucursales en Estados Unidos y los activos frente a todas las contrapartes de sucursales ubicadas en países no declarantes. Las cifras del Gráfico 2 sobre la evolución de los activos netos frente a «otros bancos» no incluyen los préstamos intragrupo. No obstante, Francia y Alemania incluyen estos flujos en sus posiciones en dólares estadounidenses, considerándose por tanto posiciones frente a «otros bancos».

entidades no bancarias y los han canalizado hacia bancos ajenos al grupo a través del mercado interbancario. En el tercer trimestre de 2007, el total de activos netos frente a otros bancos (excluidas posiciones intragrupo) alcanzó los 442.000 millones de dólares, mientras que en 1999 esta cifra era prácticamente nula.

... para financiar las inversiones de los bancos europeos en entidades no bancarias

Por su parte, los bancos europeos han suscrito préstamos con otros bancos para financiar sus activos en dólares estadounidenses frente a entidades no bancarias (panel superior derecho del Gráfico 2). Desde 1997, sus pasivos netos frente a bancos, que incluyen tanto préstamos no garantizados como financiación de *repos*, han superado los 800.000 millones de dólares, en gran parte frente a bancos ajenos al grupo y autoridades



monetarias oficiales. Gran parte de sus activos frente a entidades no bancarias se han contabilizado en sus sucursales de Londres (panel inferior derecho del Gráfico 2), registrando el mayor aumento de activos netos los bancos alemanes, británicos y en menor medida holandeses y suizos. Los activos netos en dólares estadounidenses de los bancos alemanes frente a entidades no bancarias pasaron de 50.000 millones de dólares en el año 2000 a 463.000 millones en el último trimestre.

Estas diferencias entre bancos estadounidenses y europeos sugieren que estos últimos se enfrentan a necesidades de financiación en dólares estadounidenses relativamente elevadas, lo que explicaría la contracción de liquidez que se ha producido en el mercado interbancario durante la segunda mitad de 2007. Mientras que los préstamos interbancarios suelen ser a corto plazo, las inversiones de los bancos en entidades no bancarias se presentan en una amplia gama de vencimientos. Por más que el riesgo de plazo asociado pueda haberse cubierto, la acumulación por bancos europeos de pasivos en dólares estadounidenses frente a otros bancos, al parecer para financiar sus activos en dólares frente a entidades no bancarias, podría haber hecho necesarias refinanciaciones frecuentes en el mercado interbancario difícilmente sostenibles ante el aumento de volatilidad en el mercado.

Posiciones interbancarias a nivel mundial

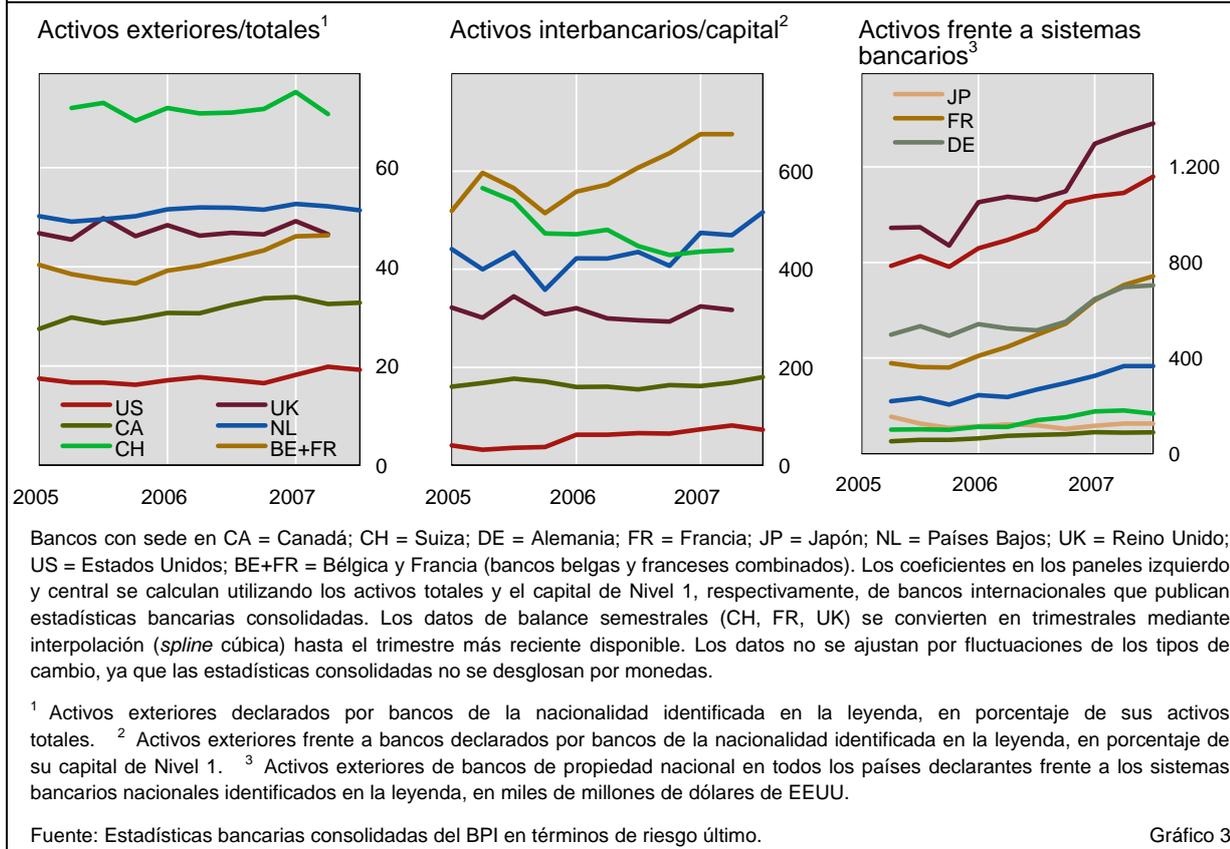
Mientras que la sección anterior se enfocaba hacia la financiación y el riesgo de liquidez, ésta se centra en el análisis del riesgo de contraparte en el mercado interbancario. En este sentido, las estadísticas consolidadas del BPI en base al riesgo último (UR) ofrecen información relevante sobre los sistemas bancarios nacionales, incluyendo posiciones tanto transfronterizas como locales⁹. Estas estadísticas pueden utilizarse para conocer las posiciones *bilaterales* entre sistemas bancarios nacionales (independientemente de la ubicación de sus respectivas sucursales), desvelando por tanto la estructura general de las posiciones interbancarias mundiales al inicio de las turbulencias financieras.

Existen notables diferencias en cuanto a la magnitud de la exposición de los distintos sistemas bancarios frente al extranjero. Los activos exteriores (en base UR) de los bancos británicos y alemanes son los más cuantiosos, con un valor respectivo de 4,1 billones de dólares, seguidos por los bancos franceses (3,2 billones), los bancos suizos, holandeses y japoneses (más de 2 billones cada uno) y los estadounidenses (1,7 billones). Expresando estas posiciones en relación al total de activos bancarios (es decir incluyendo los activos nacionales) se obtiene una medida más comparable para estimar la importancia del segmento internacional en los distintos sistemas bancarios

Las posiciones exteriores pueden ser cuantiosas con relación al total de activos...

⁹ Las estadísticas en términos de riesgo último (UR), combinadas con el desglose sectorial, ofrecen una estimación aproximada de las posiciones *bilaterales* entre sistemas bancarios nacionales. Por ejemplo, en base UR, los activos interbancarios declarados por Estados Unidos frente al Reino Unido corresponden a los activos globales mantenidos por bancos estadounidenses frente a británicos (mientras que las estadísticas consolidadas del BPI en base al prestatario inmediato reflejarían los activos de bancos estadounidenses frente a bancos ubicados en el Reino Unido).

Posiciones mundiales de algunos sistemas bancarios nacionales



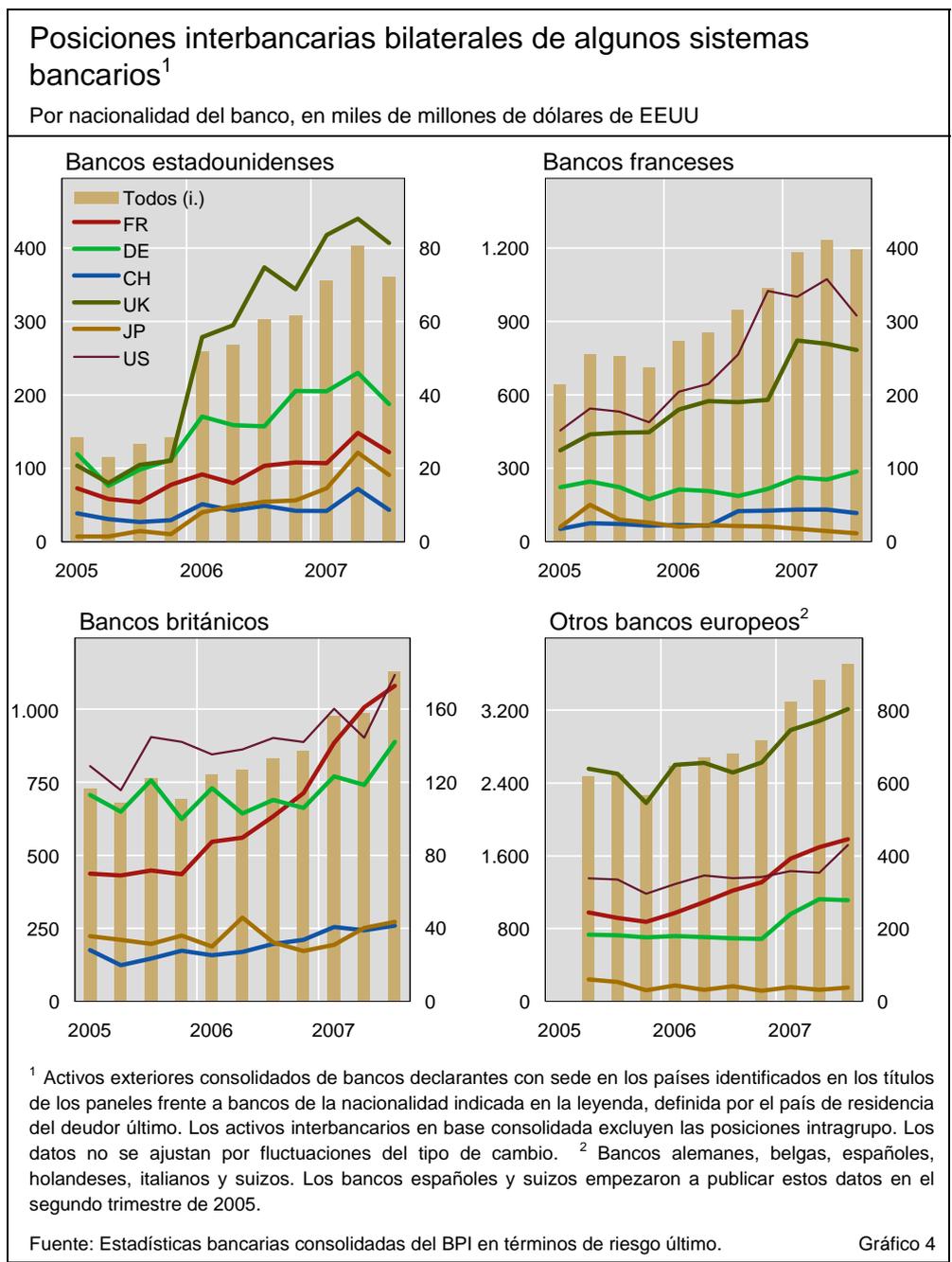
nacionales (panel izquierdo del Gráfico 3). Medidas de este modo, las posiciones exteriores han permanecido bastante estables, aunque con marcadas diferencias entre sistemas bancarios. Por ejemplo, los activos exteriores representan menos del 20% del total de activos en el caso de los bancos estadounidenses, entre el 30% y el 50% en los bancos canadienses, británicos, belgas y franceses, y más del 50% para los bancos suizos y holandeses.

... y al capital de Nivel 1

Las posiciones frente a otros sistemas bancarios nacionales constituyen una parte importante de la posición exterior total de los bancos. Si se relativiza en términos de capital de Nivel 1, la posición interbancaria de los bancos estadounidenses es proporcionalmente pequeña (aproximadamente un 72% de su capital de Nivel 1) aunque ha aumentado desde el 40% registrado en 2005 (panel central del Gráfico 3). En el polo opuesto se encuentran los bancos belgas y franceses, cuya posición interbancaria combinada a escala internacional es casi siete veces superior a su capital de Nivel 1, seguidos por los bancos holandeses y suizos con una posición superior al cuádruplo del valor de dicho capital.

Desde 2005, los bancos han ido incrementando sus posiciones frente a algunos sistemas bancarios nacionales. Los activos exteriores frente a bancos estadounidenses declarados por el resto de bancos han crecido desde el segundo trimestre de 2005, pasando de 785.000 millones de dólares a casi 1,2 billones (panel derecho del Gráfico 3), lo que equivale al 15% del total de activos exteriores de todo el sector bancario. Los activos frente a bancos

británicos también han aumentado de forma significativa hasta rozar 1,4 billones de dólares en el tercer trimestre de 2007, o un 18% del total de activos exteriores frente a bancos. El Gráfico 4 muestra las posiciones *bilaterales* subyacentes a dichos movimientos. Para el segundo trimestre de 2007, los activos de los bancos franceses frente a los estadounidenses y británicos habían crecido hasta alcanzar 357.000 y 270.000 millones de dólares respectivamente. Los activos exteriores de los bancos con sede en Estados Unidos frente a otros sistemas bancarios también han crecido sustancialmente desde 2005 hasta llegar a 403.000 millones de dólares, de los que 88.000 millones corresponden a bancos británicos.



Crecimiento cíclico en el mercado interbancario

Patrick McGuire y Karsten von Kleist

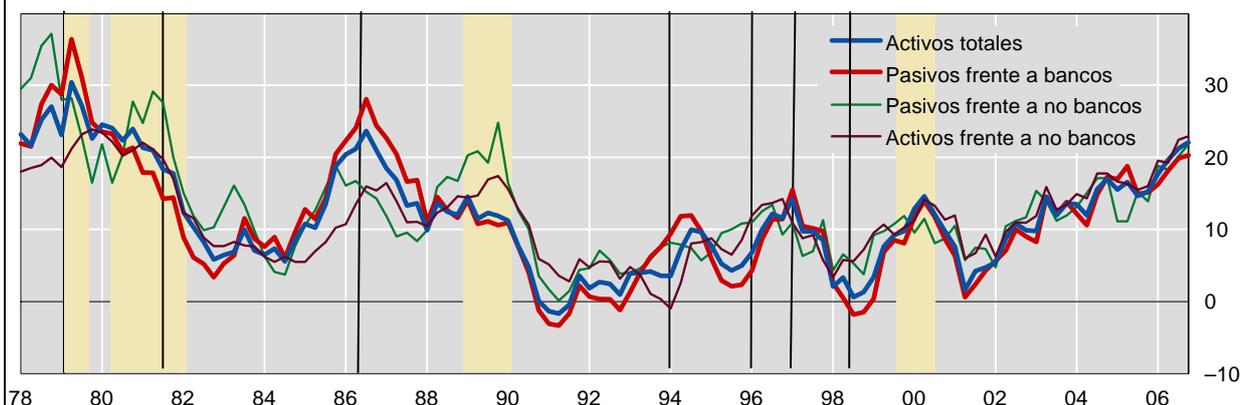
El crédito bancario internacional ha ido creciendo de forma muy desigual a lo largo del tiempo. Con la ayuda de las estadísticas bancarias territoriales (*locational*) del BPI, analizamos la evolución de la actividad bancaria internacional en momentos de gran estrés en los mercados financieros mundiales y de cambios en la economía real. Nuestro estudio indica que en muchos casos el crecimiento de los activos bancarios internacionales se ha acelerado en los años previos a graves alteraciones financieras, especialmente en el segmento interbancario en dólares de Estados Unidos, para desacelerarse después.

Como indicadores primarios utilizamos las tasas de crecimiento interanuales de las posiciones internacionales contabilizadas por los bancos declarantes al BPI. Pese a su simplicidad, el análisis a largo plazo de estas series proporciona un indicador fiable de la expansión crediticia a escala internacional a lo largo del ciclo económico. El Gráfico A muestra la tasa de crecimiento del total de activos y pasivos internacionales, desglosada por sectores[®]. Las líneas verticales representan alteraciones económicas muy conocidas o el comienzo de episodios de agitación financiera, y las zonas sombreadas indican periodos de recesión en Estados Unidos según la definición NBER.

Los datos muestran una clara relación entre estos periodos de tensión financiera mundial y marcadas oscilaciones del crecimiento interanual de las posiciones abiertas. En los últimos 30 años, las tasas de crecimiento para el total de activos internacionales bancarios han alcanzado cinco grandes picos. El primero de ellos, al que siguió una ralentización del crecimiento, corresponde a la desaceleración mundial registrada tras la segunda crisis petrolera de la OPEP. Como muestra el panel superior del Gráfico B, los bancos reciclaron petrodólares en las economías emergentes, lo que acabaría en la crisis financiera latinoamericana de los años 80. El préstamo mundial volvió a alcanzar un nuevo máximo relativo hacia finales de 1987, coincidiendo con el episodio de pérdidas bursátiles en Estados Unidos. En el panel inferior de dicho gráfico, donde se muestra la contribución al crecimiento general según la *nacionalidad* del sistema bancario, el repunte del crédito desde bancos japoneses contribuyó de forma significativa al crecimiento generalizado de la década de los 80. La aceleración y posterior desaceleración en torno a 1987 se debió en gran medida al cambio en los patrones de préstamo de los bancos de Estados Unidos y Europa. El crecimiento volvió a alcanzar varios máximos durante los años 90, coincidiendo

Crecimiento de la actividad bancaria internacional¹

Oscilación interanual, en porcentaje



Las líneas verticales corresponden a: la segunda perturbación de los precios del petróleo (1979), la suspensión de pagos de México (1982), la corrección de los mercados bursátiles (1987), la devaluación del peso mexicano (1994), la crisis financiera asiática (1997), la suspensión de pagos de Rusia y la quiebra de LTCM (1998), y el máximo alcanzado por el índice NASDAQ (2000). Las áreas sombreadas corresponden a recesiones en Estados Unidos (según la definición de NBER).

¹ Crecimiento de los activos transfronterizos de los bancos declarantes en todas las monedas y sus activos en divisas frente a residentes.

Gráfico A

aproximadamente con la crisis del peso mexicano y las ventas masivas en las bolsas estadounidenses en 1994, la crisis financiera asiática en 1997 y el estallido de la burbuja tecnológica en el año 2000 seguido de una recesión en Estados Unidos. En esos periodos, el préstamo a Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro contribuyó significativamente al crecimiento general de la actividad bancaria internacional (panel superior del Gráfico B).

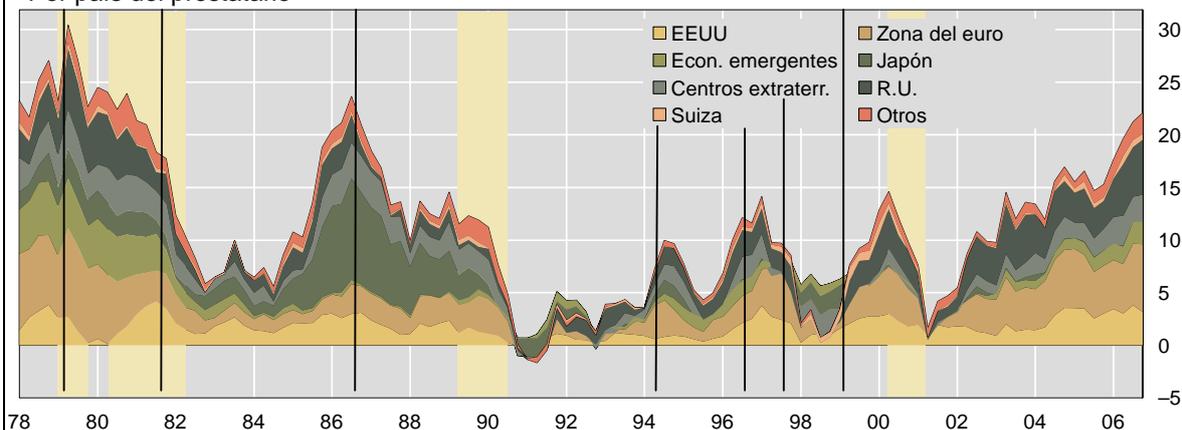
Históricamente, el crecimiento de la actividad *interbancaria* se ha producido en periodos de tensión financiera, mientras que la evolución del préstamo desde y hacia entidades no bancarias ha seguido una trayectoria más variable. Este efecto se aprecia al comparar las tasas de crecimiento entre sectores en el Gráfico A. En muchos casos, el crecimiento de los pasivos frente a entidades no bancarias se frenó en los trimestres anteriores a dichos eventos, incluso mientras seguía creciendo el endeudamiento frente a bancos.

En el ciclo más reciente, el préstamo a entidades no bancarias también ha contribuido al crecimiento en general. En los últimos tres trimestres, los activos internacionales de los bancos han ido creciendo en conjunto a un ritmo superior al 20% anual, un nivel no alcanzado desde

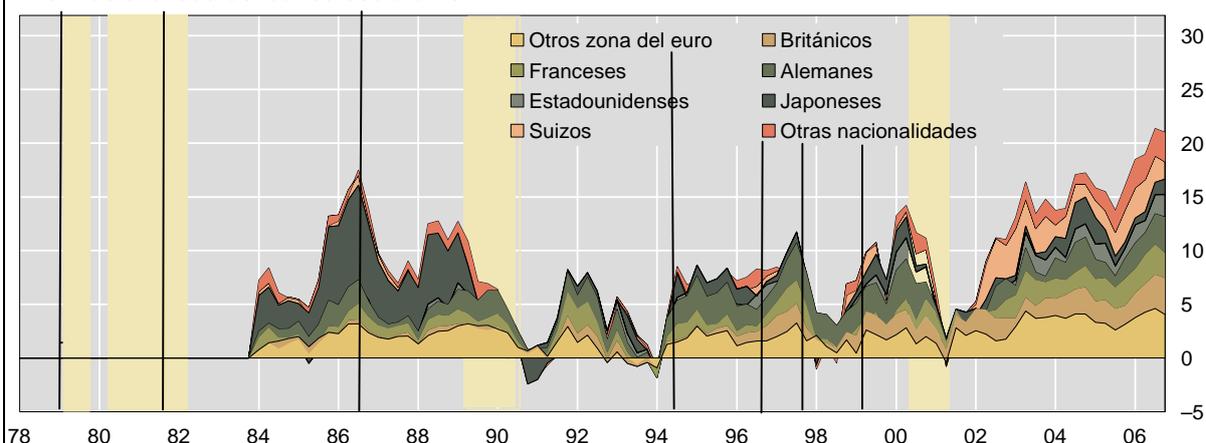
Contribución al crecimiento de los activos bancarios internacionales

Oscilaciones interanuales, en puntos porcentuales

Por país del prestatario¹



Por nacionalidad del banco declarante²



Las líneas verticales corresponden a: la segunda perturbación de los precios del petróleo (1979), la suspensión de pagos de México (1982), la corrección de los mercados bursátiles (1987), la devaluación del peso mexicano (1994), la crisis financiera asiática (1997), la suspensión de pagos de Rusia y la quiebra de LTCM (1998), y el máximo alcanzado por el índice NASDAQ (2000). Las áreas sombreadas corresponden a recesiones en Estados Unidos (según la definición de NBER).

¹ Basado en las estadísticas bancarias territoriales del BPI, por *país de residencia*. ² Basado en las estadísticas bancarias territoriales del BPI, por *nacionalidad*, que comenzaron a compilarse en 1983. La tasa de crecimiento general implícita en estos datos no coincide con la del panel superior ya que el universo encuestado es menor y se excluyen las posiciones intragrupo. Gráfico B

mediados de los años 80, justo antes de la crisis bursátil de 1987. Además, el crecimiento se ha acelerado desde 2002, aproximadamente cuando los indicadores de actividad amplios (ajustados) del mercado bancario mundial muestran un fuerte incremento[ⓐ]. Desde 2002, los activos totales frente a entidades no bancarias han crecido 8 billones de dólares (hasta 13,4 billones), de los que casi una cuarta parte correspondieron a créditos concedidos a residentes en Estados Unidos y otro tanto a residentes en la zona del euro.

[ⓐ] La oscilación interanual de los volúmenes en circulación se calculan sumando los flujos trimestrales ajustados por tipos de cambio en los trimestres t a $t-3$ y dividiendo el resultado entre el volumen en circulación en el trimestre $t-4$.

[ⓑ] Por ejemplo, los Gráficos 1 y 2 de McGuire y Tarashev, «Tracking international bank flows», *BIS Quarterly Review*, diciembre 2006, muestran que el volumen general de los activos de bancos internacionales ajustado por el PIB mundial repuntó en el año 2000. Algo similar se aprecia cuando se ajusta el total de pasivos por M2.

Los bancos de EEUU reducen su exposición a otros sistemas bancarios

En el tercer trimestre han surgido posibles indicios de contracción del crédito en algunos segmentos del mercado interbancario. Los bancos estadounidenses recortaron su exposición frente a casi todos los principales sistemas bancarios, reduciendo con ello sus activos exteriores frente a bancos en aproximadamente 42.000 millones de dólares (panel superior izquierdo del Gráfico 4). Esto supuso el mayor descenso en activos interbancarios registrado por bancos estadounidenses desde que comenzaron a recabarse las estadísticas en términos de riesgo último (primer trimestre de 2005), y ello pese a un efecto positivo de valoración¹⁰. Los bancos suecos también redujeron sus posiciones interbancarias frente al extranjero en 43.000 millones de dólares (-17%), la mitad de ellos frente a bancos alemanes. La mayor reducción bilateral de posiciones interbancarias, por valor de 49.000 millones de dólares, correspondió a los bancos franceses frente a los estadounidenses (panel superior derecho del Gráfico 4).

El mercado internacional de títulos de deuda

La emisión neta de títulos de deuda permanece contenida

Los niveles de endeudamiento a través de los mercados internacionales de títulos de deuda permanecieron contenidos en plena agitación de los mercados financieros. En el cuarto trimestre de 2007 se produjo una cierta recuperación con respecto al trimestre anterior, aunque sin alcanzar los niveles previos a la perturbación. La emisión neta de bonos y pagarés pasó de 399.000 a 487.000 millones de dólares, aunque la tasa de crecimiento interanual, que había promediado el 20% desde el año 2000, se precipitó hasta el -45%, desde el -23% registrado el trimestre anterior.

Aumenta el endeudamiento en títulos denominados en euros

El aumento respecto del tercer trimestre se debió casi en su totalidad a los títulos denominados en euros, cuya emisión neta pasó de 90.000 a 207.000 millones de dólares. En cambio, la emisión neta en dólares estadounidenses y libras esterlinas se situó en 203.000 y 30.000 millones de dólares respectivamente, lo que supone un descenso frente a los respectivos 221.000 y 48.000 millones de dólares registrados previamente. La emisión neta en yenes no varió tanto, pasando de 18.000 a 14.000 millones de dólares

¹⁰ La devaluación del dólar estadounidense a lo largo del trimestre tiende a sobrestimar las reservas de otras divisas al cierre del periodo cuando se expresan en dólares.

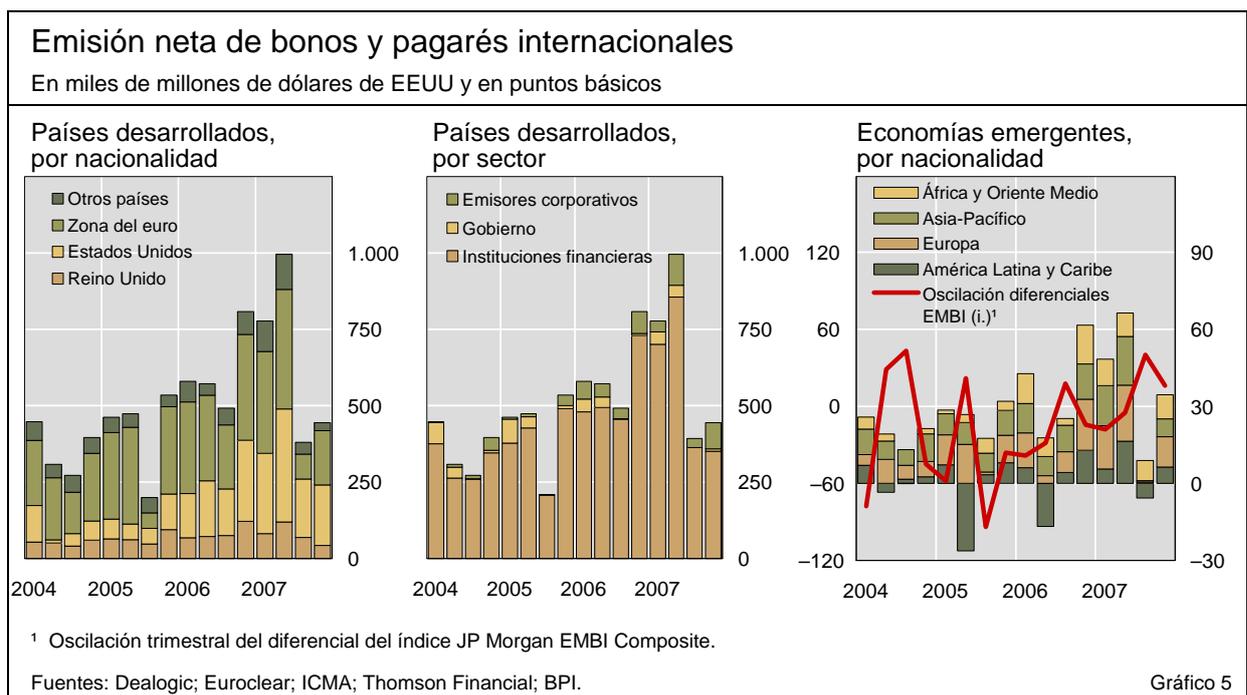
en ese mismo periodo. En términos brutos, la deuda denominada en yenes emitida por entidades no japonesas en el mercado local nipón (bonos samurai) pasó de 3.000 a 5.000 millones de dólares, con una tasa de crecimiento interanual del 27%, tal vez como reflejo de la relativa estabilidad del mercado de deuda japonés.

Numerosos países de la zona del euro incrementaron sus títulos de renta fija en euros (panel izquierdo del Gráfico 5). Por ejemplo, la emisión neta en Irlanda pasó de 10.000 a 35.000 millones de dólares, en España de 17.000 a 39.000 millones y en Francia de 12.000 a 30.000 millones. En todos ellos, este aumento tuvo fundamentalmente su origen en instituciones financieras, cuyo endeudamiento en los mercados de títulos prácticamente se había agotado al estallar las turbulencias financieras en el tercer trimestre. En cambio, la emisión neta en Alemania siguió siendo negativa (-8.000 millones de dólares), debido sobre todo a los débiles niveles de endeudamiento de las instituciones financieras. Pese a todo, el descenso fue inferior al del trimestre anterior (-26.000 millones de dólares).

La mayoría de los países desarrollados fuera de la zona del euro no registraron un incremento marcado de su endeudamiento con respecto al trimestre anterior. La emisión neta en Estados Unidos y Japón fue prácticamente la misma que en el tercer trimestre, y en el Reino Unido y Australia se produjo una ligera caída. Una excepción reseñable fue la de Canadá, donde la emisión neta pasó de 3.000 a 19.000 millones de dólares, recuperándose así casi por completo del bache del trimestre previo. La mayor parte del aumento de la emisión en Canadá provino de instituciones financieras.

En términos de calificación crediticia (donde sólo se dispone de cifras brutas), se produjo un descenso de la emisión en todas las categorías de riesgo. La emisión bruta de bonos con calificación AAA descendió respecto del

Descensos en todas las categorías de riesgo



trimestre anterior, pasando de 283.000 a 255.000 millones de dólares en el cuarto trimestre, llevando la tasa de crecimiento interanual al -31%. La emisión bruta de otros títulos con y sin grado de inversión también cayó desde 279.000 y 5.000 millones de dólares respectivamente hasta 264.000 y 2.000 millones, lo que corresponde a tasas de crecimiento interanuales del -34% y el -92%.

Clara diferencia entre los emisores financieros y corporativos

Por sectores, cabe mencionar el claro contraste entre el endeudamiento de las instituciones financieras y el de las empresas. La emisión neta de bonos y pagarés por parte de las primeras en países desarrollados volvió a disminuir hasta situarse en 351.000 millones de dólares (frente a los 363.000 millones del trimestre anterior), lo que supuso una tasa de crecimiento interanual del -52% (panel central del Gráfico 5). El principal responsable de ese descenso fue la menor emisión por parte de instituciones financieras privadas estadounidenses. En cambio, la emisión neta de las empresas aumentó hasta 86.000 millones de dólares (desde los 30.000 millones del trimestre anterior), con una tasa de crecimiento interanual positiva del 21%. Este avance se debió fundamentalmente a un mayor endeudamiento por parte de empresas estadounidenses y europeas.

Las economías emergentes presentaron una evolución positiva respecto del tercer trimestre. La emisión neta creció de 3.000 a 34.000 millones de dólares, aunque lejos de los 66.000 millones registrados en el segundo trimestre (panel derecho del Gráfico 5). Este repunte fue posible gracias a la recuperación de la oferta proveniente de América Latina (que pasó de -6.000 a 6.000 millones de dólares) y de las economías emergentes tanto europeas (de 1.000 a 12.000 millones de dólares) como asiáticas (de 1.000 a 7.000 millones). Esta recuperación de la emisión neta desde mercados emergentes coincidió con una cierta reducción de los diferenciales de los bonos de estos mercados, que habían aumentado considerablemente en el tercer trimestre.

Mercados de derivados

Descenso sustancial de la negociación...

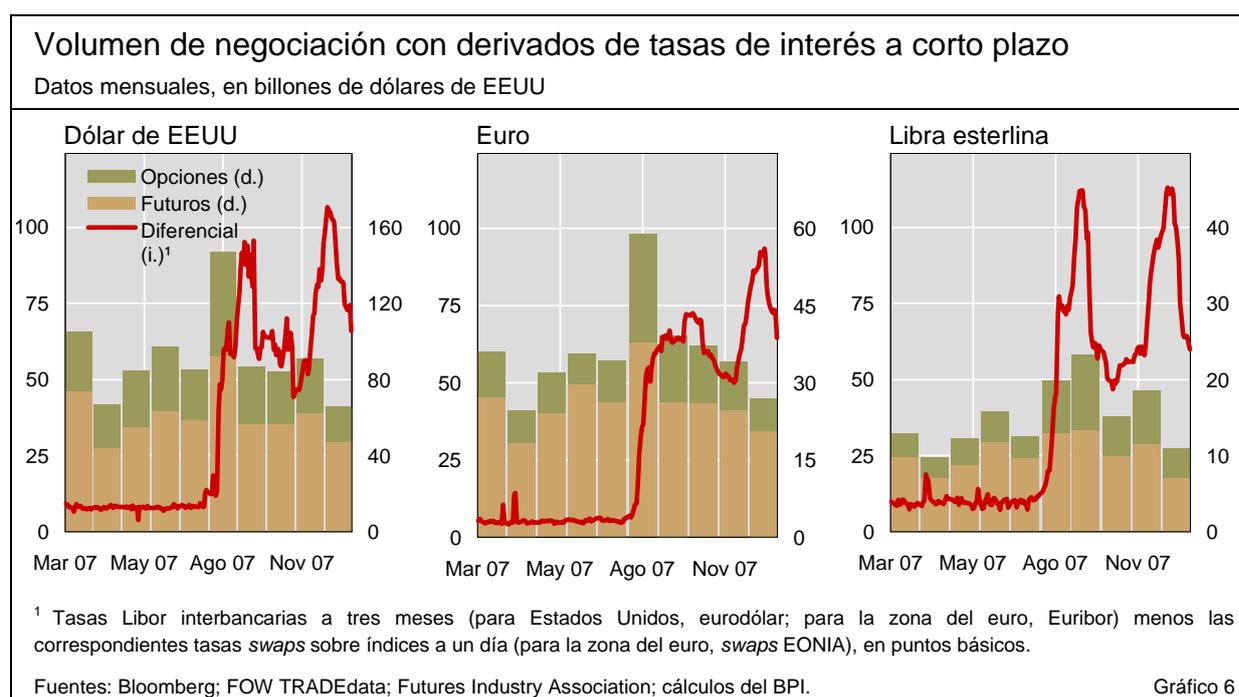
En el cuarto trimestre de 2007 se produjo un descenso sustancial de la actividad en los mercados internacionales de derivados, que marcó un cambio de rumbo respecto del trimestre anterior, cuando las turbulencias de los mercados financieros generaron el mayor volumen de contratación registrado hasta la fecha. El descenso más profundo correspondió a los derivados sobre tasas de interés a corto plazo, cuya negociación expresada en cantidades nominales pasó de 535 a 405 billones de dólares en apenas un trimestre. También se registraron descensos en el segmento sobre tasas de interés a largo plazo (de 59 a 53 billones de dólares) y sobre índices bursátiles (de 81 a 75 billones). Por su parte, los derivados sobre divisas experimentaron un descenso más moderado, de 6,2 a 6 billones de dólares. La contratación total de opciones y futuros cotizados sobre esos instrumentos financieros se redujo desde 681 a 539 billones de dólares en el cuarto trimestre, aunque la tasa de crecimiento interanual permaneció elevada, en el 25%.

La caída de los derivados sobre tasas de interés a corto plazo se produjo tras un trimestre en el que una mayor necesidad de cobertura por parte de las entidades financieras animó la compra de opciones y futuros (véase el Gráfico 6). Pese a que las turbulencias en el mercado monetario continuaron durante el cuarto trimestre, como muestra el creciente diferencial entre las tasas interbancarias a tres meses y las tasas de *swaps* a un día sobre índices, las mayores caídas tuvieron lugar en los segmentos de divisas fuertemente afectadas por las recientes perturbaciones financieras. El mayor descenso se produjo en los derivados sobre el dólar estadounidense (de 319 a 241 billones de dólares), seguido por el euro (de 131 a 98 billones de dólares) y la libra esterlina (de 55 a 44 billones de dólares). También se registraron rápidas caídas en los derivados sobre tasas de interés a corto plazo para el yen japonés (de 10 a 7,4 billones de dólares), el dólar australiano (de 8,1 a 6,5 billones) y el franco suizo (de 2,9 a 1,8 billones).

... especialmente en los contratos del mercado monetario

Mientras que el volumen de negocio con opciones y futuros sobre tasas a tres meses para eurodólares descendió sustancialmente (de 266 a 187 billones de dólares en el cuarto trimestre), los derivados sobre las tasas de interés de los fondos federales crecieron desde 34 hasta 41 billones de dólares. Esto sugiere que las necesidades de cobertura y la actividad especulativa por parte de las instituciones financieras y otros inversionistas estuvieron en cierta medida sesgadas hacia las tasas a un día en detrimento de las tasas a plazo, posiblemente como reflejo de las acentuadas expectativas de un recorte de las tasas oficiales en Estados Unidos. Además, los problemas de liquidez en el mercado monetario a plazo podrían haber sido determinantes en la desaceleración de la actividad con opciones y futuros sobre tasas a plazo.

La actividad con derivados sobre índices bursátiles también se contrajo, pasando de 81 billones de dólares en el tercer trimestre a 75 billones en el cuarto, si bien la tasa de crecimiento interanual se situó en un nivel alto (66%).



Por monedas, la contratación sobre el won surcoreano fue la que más se contrajo (de 21 a 17 billones de dólares), seguida del dólar estadounidense (de 30 a 27 billones) y del euro (de 18 a 17 billones). En sentido contrario, el mayor incremento lo experimentó la contratación en rupias indias (de 2,0 a 2,5 billones de dólares), seguida de la libra esterlina (de 2,0 a 2,3 billones).

Ligera caída de la negociación de derivados sobre divisas

La actividad con derivados sobre divisas se redujo ligeramente, pasando de 6,2 a 6,0 billones de dólares. Los principales responsables de esa evolución fueron los contratos sobre el yen (de 1,1 billones a 890.000 millones de dólares), el franco suizo (de 464.000 a 353.000 millones de dólares) y la libra esterlina (de 740.000 a 652.000 millones de dólares). En los dos primeros casos, la significativa caída de la negociación coincidiría con los datos anunciados sobre menor actividad con *carry trades* tras la liquidación masiva de posiciones en agosto y septiembre. Por el contrario, se registraron incrementos en divisas como el euro (de 2,0 a 2,1 billones de dólares), el dólar australiano (de 251.000 a 286.000 millones) y estadounidense (de 562.000 a 596.000 millones) y el real brasileño (de 611.000 a 630.000 millones).

Los derivados sobre materias primas continúan su senda ascendente

A diferencia de los derivados financieros, la actividad en el segmento de las opciones y futuros sobre materias primas prosiguió su tendencia al alza durante el cuarto trimestre. Su volumen mundial pasó de 456 a 528 millones de contratos (las cantidades nacionales no están disponibles), en gran medida por la rápida expansión de los productos agrícolas (de 257 a 296 millones de contratos), seguidos de los productos energéticos (de 140 a 160 millones) y los metales preciosos (de 25 a 34 millones). Gran parte de ese aumento estuvo impulsado por los mercados de materias primas de China, cuya contratación pasó de 203 a 255 millones de transacciones en el cuarto trimestre, con lo que la tasa de crecimiento interanual se situó en el 112%.