

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 segundo trimestre de 2008, mientras que para los derivados extrabursátiles se utilizan los de la primera mitad de 2008 y, para los mercados internacionales de títulos de deuda y los derivados negociados en bolsa, los datos del tercer trimestre de 2008.

El mercado bancario internacional

El volumen de activos en circulación en el mercado bancario internacional se redujo con fuerza en el segundo trimestre de 2008. Los activos internacionales de los bancos declarantes al BPI² registraron una caída sin precedentes por valor de 1,1 billones de dólares (panel central del Gráfico 1), con contracciones considerables en los segmentos de la mayoría de divisas. Si bien gran parte de la caída respondió a una significativa minoración (-812.000 millones de dólares) de los activos interbancarios (véase el panel izquierdo del Gráfico 1), los activos internacionales frente a instituciones no bancarias también disminuyeron (por primera vez desde 1998), principalmente frente a Estados Unidos, el Reino Unido y Japón. Al mismo tiempo, los residentes en países emergentes y muchos bancos centrales de todo el mundo redujeron los fondos depositados en bancos declarantes al BPI (véase el panel derecho del Gráfico 1).

Contracción de la actividad interbancaria

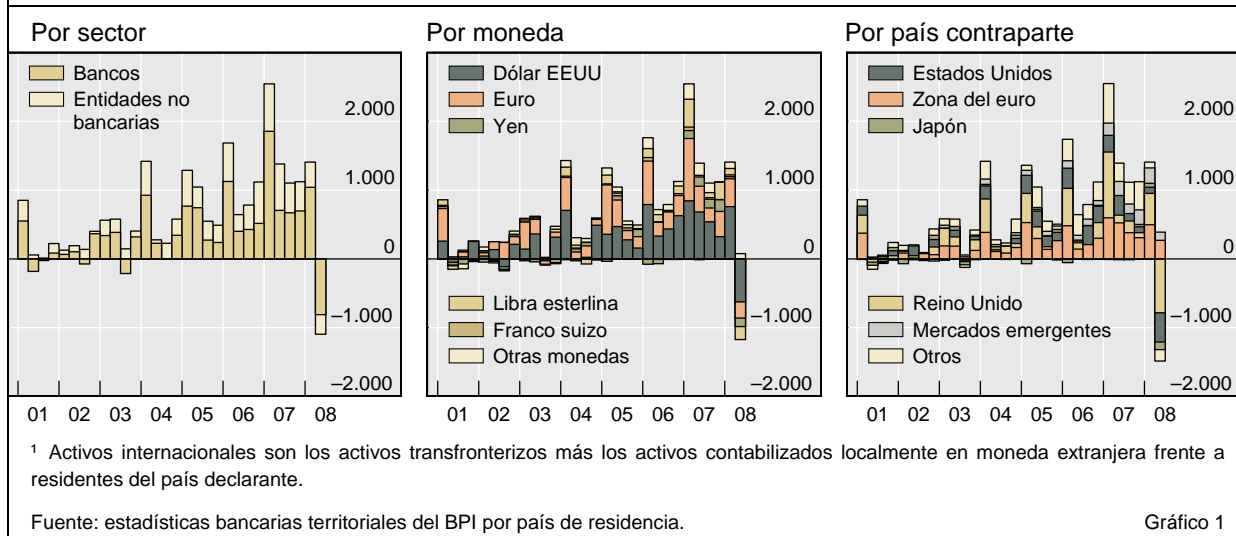
Todo el grupo de bancos declarantes continuó reduciendo el valor contable de sus activos y deshaciendo sus posiciones internacionales, siendo los bancos

¹ Las consultas sobre estadísticas bancarias deben dirigirse a Patrick McGuire y Blaise Gadanecz, las referentes al mercado de derivados OTC a Jacob Gyntelberg y las relativas a títulos internacionales de deuda y derivados cotizados en bolsa a Naohiko Baba. Los autores quisieran expresar su agradecimiento a Carlos Mallo, Denis Pétre y Swapan-Kumar Pradhan por la colaboración prestada en la investigación.

² En las estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia, los activos (pasivos) internacionales son activos (pasivos) transfronterizos más activos (pasivos) contabilizados localmente en moneda extranjera frente a residentes en el país declarante.

Evolución de los activos internacionales¹

En miles de millones de dólares de EEUU



británicos los que registraron la mayor disminución en activos en circulación (81% de la caída total). El Gráfico 2 muestra la variación *neta* (activos menos pasivos) acumulada en las posiciones internacionales de los bancos con sede en el Reino Unido frente a entidades bancarias (líneas continuas) y no bancarias (líneas discontinuas), desglosada por divisa (panel izquierdo) y por residencia de la contraparte (panel derecho). Desde 2000 estos bancos han acumulado un gran volumen de activos netos frente a prestatarios no bancarios, que han financiado con pasivos netos por importe equiparable frente al sector bancario (préstamos de bancos centrales incluidos). Estas posiciones netas se han ido contrayendo desde el comienzo de la crisis a mediados de 2007, registrándose movimientos particularmente significativos en el segundo trimestre de 2008. El endeudamiento neto frente a otros bancos (incluidos los intragrupo) se redujo en 352.000 millones de dólares (panel izquierdo, línea continua de color rojo) como consecuencia de una caída de 545.000 millones en los activos brutos y otra aun mayor (-897.000 millones) en los pasivos brutos. Al mismo tiempo, los activos netos frente a entidades no bancarias disminuyeron en 307.000 millones de dólares (panel izquierdo, línea discontinua de color rojo), arrastrados por una reducción de 339.000 millones en los activos brutos, en particular frente a entidades no bancarias estadounidenses (panel derecho, línea discontinua de color verde).

La contracción del crédito interbancario fue especialmente pronunciada en el segmento del dólar estadounidense, aunque el denominado en otras divisas también disminuyó ostensiblemente. En todo el conjunto de países declarantes, los pasivos interbancarios en dólares estadounidenses se redujeron en 693.000 millones. Los bancos del Reino Unido registraron un decremento de 423.000 millones de dólares, correspondiendo aproximadamente la mitad a posiciones frente a bancos estadounidenses. En cuanto al resto, la mayor parte consistió en pasivos frente a bancos situados en centros financieros extraterritoriales, Asia-Pacífico, África y Oriente Medio, y pasivos frente a otros bancos del Reino Unido. Una serie de bancos suizos y

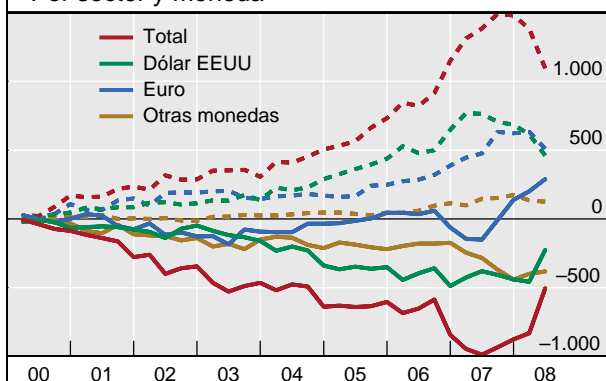
Contracción del préstamo concedido a bancos británicos...

... en particular en dólares estadounidenses

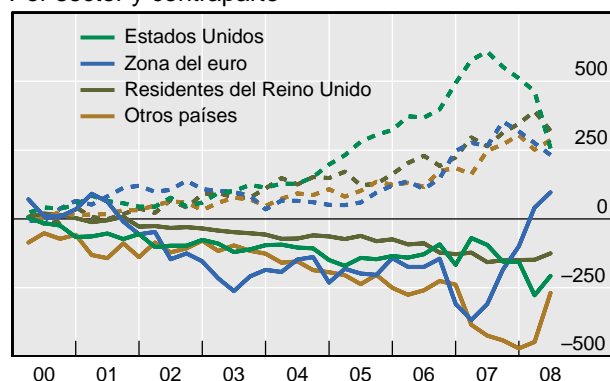
Activos netos acumulados de bancos ubicados en el Reino Unido¹

En miles de millones de dólares de EEUU

Por sector y moneda



Por sector y contraparte



¹ Las líneas continuas representan activos interbancarios netos acumulados y las líneas discontinuas representan activos netos acumulados frente a entidades no bancarias contabilizados por bancos ubicados en el Reino Unido. Los activos netos son activos menos pasivos, e incluyen las posiciones transfronterizas en todas las monedas de los bancos declarantes más las posiciones locales en moneda extranjera frente a residentes del Reino Unido, expresadas a tipos de cambio constantes a finales del segundo trimestre de 2008. Estos flujos se estiman combinando los datos de varios países declarantes, lo que ayuda a identificar el país de residencia de los tenedores de los títulos de deuda de los bancos.

Fuente: estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia.

Gráfico 2

numerosos centros financieros extraterritoriales también declararon disminuciones significativas en los pasivos interbancarios denominados en dólares estadounidenses. En cambio los bancos de la zona del euro declararon un incremento de 76.000 millones de dólares, eminentemente frente a bancos estadounidenses.

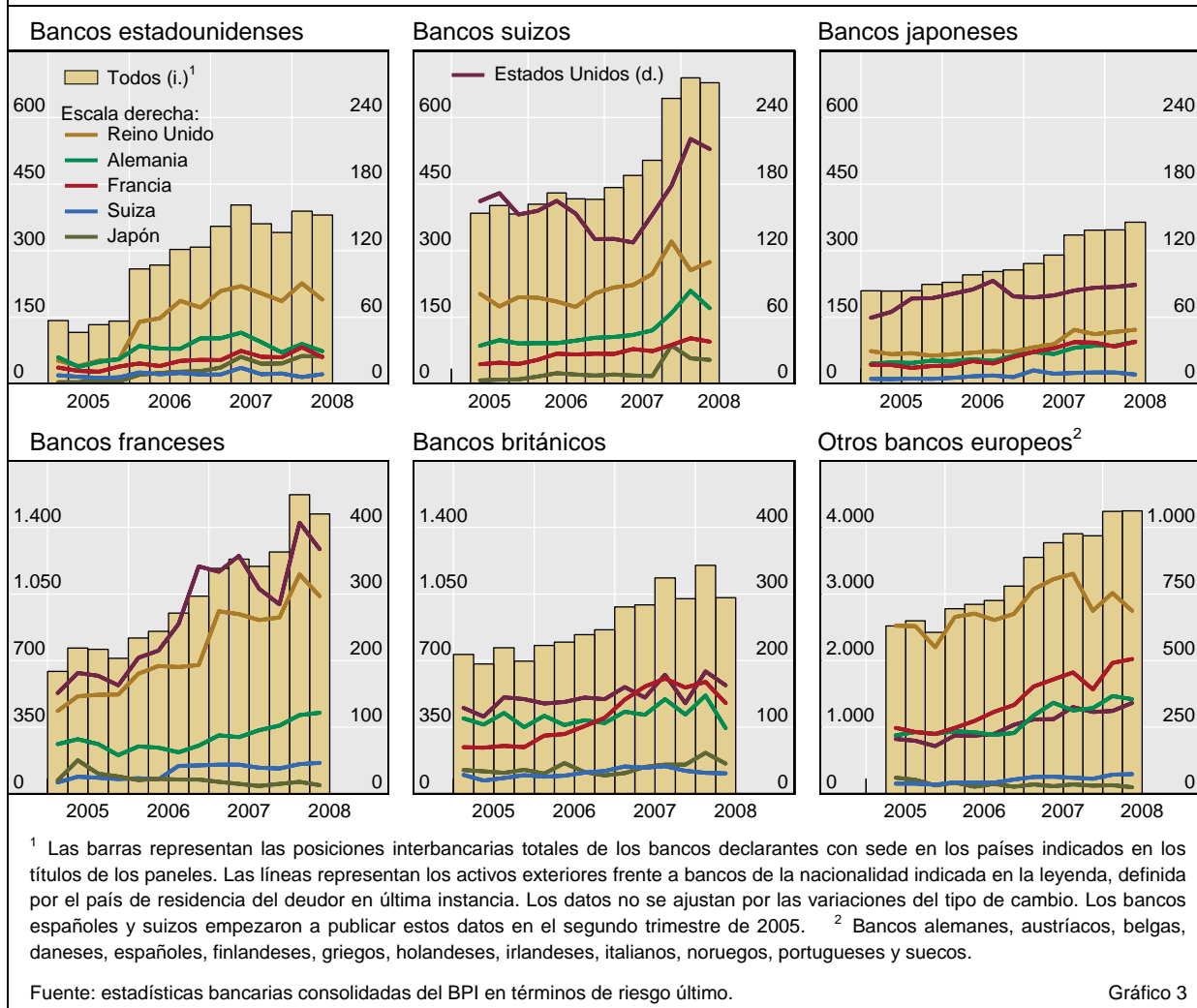
Las estadísticas bancarias consolidadas³ del BPI, que proporcionan un seguimiento de la exposición interbancaria frente al extranjero excluyendo la actividad intragrupo, arrojan luz sobre qué sistemas bancarios experimentaron movimientos considerables durante el segundo trimestre de 2008 (Gráfico 3). Considerando todos los sistemas bancarios en su conjunto, se produjo una disminución en los activos (brutos) interbancarios de 298.000 millones de dólares durante el trimestre, siendo ésta la primera contracción efectiva desde 2005. Esto respondió principalmente a la reducción de posiciones interbancarias declarada por los bancos británicos (-171.000 millones) y franceses (-102.000 millones), en particular frente a bancos estadounidenses, holandeses, alemanes y británicos. En cambio los bancos estadounidenses declararon reducciones de tan sólo 9.000 millones de dólares.

Durante los últimos trimestres, estas posiciones interbancarias se han reducido en proporción a la base de capital de los bancos (véase el panel

³ Las estadísticas bancarias consolidadas del BPI (en base al riesgo último, UR) proporcionan un seguimiento de los activos exteriores de cada sistema bancario a título individual (excluyendo posiciones intragrupo). Las declaraciones en términos de riesgo último, combinadas con el desglose sectorial, ofrecen una estimación general de las exposiciones bilaterales entre bancos de los sistemas bancarios nacionales. Por ejemplo, en base UR, los activos interbancarios declarados por Estados Unidos frente al Reino Unido ofrecen una estimación de los activos exteriores de los bancos estadounidenses frente a los británicos (en contraposición a los activos de bancos estadounidenses frente a bancos ubicados en el Reino Unido de las estadísticas consolidadas del BPI en base al prestatario inmediato, IB).

Posiciones interbancarias de algunos sistemas bancarios

Por nacionalidad del banco, en miles de millones de dólares de EEUU



derecho del Gráfico 4). Aun cuando esas disminuciones, particularmente pronunciadas en el caso de los bancos holandeses, fueron primordialmente un reflejo de la contracción de los activos interbancarios descrita anteriormente, también se debieron a aumentos en los niveles de capital de Nivel 1 declarados por la mayoría de los sistemas bancarios.

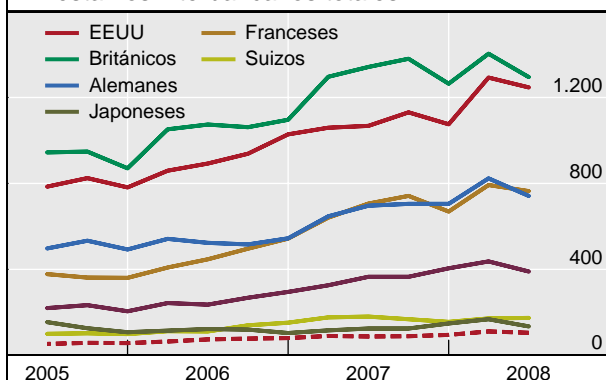
Primera disminución de los activos frente a entidades no bancarias en una década

Los activos internacionales de los bancos declarantes al BPI frente a entidades no bancarias disminuyeron en el segundo semestre de 2008 por primera vez desde 1998⁴. Pese a que la caída en los préstamos concedidos supuso casi un 80% de los 286.000 millones de dólares de reducción total, a ésta también

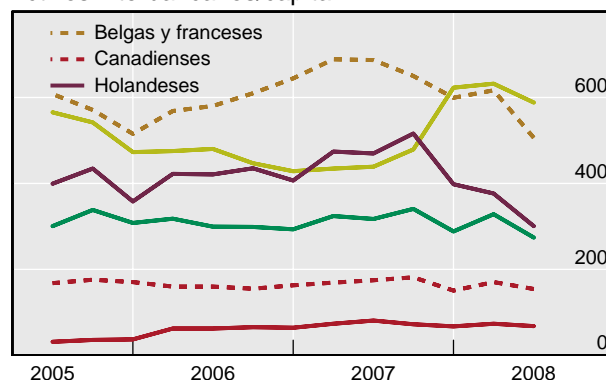
⁴ La reducción total declarada ascendió a 286.000 millones de dólares, eminentemente por parte de los bancos de Reino Unido (-339.000 millones), Estados Unidos (-78.000 millones), Japón y las Islas Caimán (-36.000 millones cada uno). Al mismo tiempo, los bancos de la zona del euro registraron una expansión de 125.000 millones de dólares en sus activos transfronterizos frente a entidades no bancarias, principalmente en el marco de su actividad dentro de la zona del euro.

Posiciones interbancarias a nivel mundial

Préstamos interbancarios totales¹



Activos interbancarios/capital²



Los datos no se ajustan por fluctuaciones de los tipos de cambio, ya que las estadísticas consolidadas no se desglosan por monedas.

¹ Activos exteriores de todos los sistemas bancarios declarantes frente a los sistemas bancarios nacionales que aparecen en la leyenda, en miles de millones de dólares de EEUU, en términos de riesgo último. ² Activos exteriores frente a bancos no pertenecientes al grupo, declarados por bancos de la nacionalidad indicada en la leyenda, en porcentaje de su capital de Nivel 1. Los datos del capital de Nivel 1 son de bancos con presencia internacional que participan en las estadísticas bancarias consolidadas del BPI. Los datos semestrales del balance (para Francia, el Reino Unido y Suiza) se convierten a trimestrales mediante interpolación exponencial hasta el trimestre más reciente disponible.

Fuente: estadísticas bancarias consolidadas del BPI en términos de riesgo último.

Gráfico 4

contribuyó la disminución en los títulos de deuda (–23.000 millones), reflejando tanto depreciaciones como ventas directas de títulos⁵. Los activos frente a entidades no bancarias de Estados Unidos fueron los que experimentaron la mayor contracción (–191.000 millones de dólares), seguida por la de las posiciones frente al Reino Unido (–144.000 millones), las Islas Caimán (–62.000 millones) y Japón (–55.000 millones). La mayoría de dichos títulos estaban denominados en dólares estadounidenses (229.000 millones), aunque el crédito denominado en euros y yenes también se contrajo⁶.

Las estadísticas bancarias consolidadas, que realizan un seguimiento del nivel de exposición al riesgo de los sistemas bancarios nacionales y ofrecen un desglose sectorial de las contrapartes más detallado, arrojaron más luz sobre estos movimientos. Los activos exteriores de los bancos declarantes frente a entidades no bancarias estadounidenses se redujeron en 259.000 millones de

⁵ La reducción en el volumen de activos en circulación puede ser reflejo de una combinación de factores, entre otros depreciaciones, la ampliación o disposición de líneas de crédito, la inclusión de vehículos de inversión estructurada asociados en los balances y recortes directos en la concesión de crédito.

⁶ Los datos proporcionados por Dealogic sobre la contratación de créditos sindicados a nivel internacional también sugieren una ralentización en la concesión de préstamo a entidades no bancarias en las principales economías. La contratación de nuevos préstamos a entidades no bancarias se redujo hasta situarse en 462.000 millones de dólares en el segundo trimestre de 2008 y 401.000 millones en el tercero, frente al máximo de 768.000 millones del segundo trimestre de 2007. Esta desaceleración en la firma de nuevos contratos fue particularmente pronunciada en el caso de residentes en Estados Unidos, el Reino Unido y la zona del euro. El sector financiero no bancario y la industria altamente sensible a la evolución del ciclo económico sufrieron particularmente el impacto. El coeficiente entre contratos no concluidos (anunciados pero no firmados) y contratos concluidos frente a prestatarios distintos de bancos en todo el mundo se elevó hasta alcanzar un 7% en el segundo trimestre (ligeramente por encima en el caso de contratos relacionados con fusiones y adquisiciones y compras apalancadas) tras haberse mantenido en promedio en el 5% entre 2004 y 2007.

dólares en el segundo trimestre de 2008, siendo los sistemas bancarios suizo y británico los que experimentaron las mayores caídas (-72.000 millones y -66.000 millones respectivamente). Para el conjunto de bancos declarantes, los activos exteriores frente al sector no bancario *público* estadounidense permanecieron estables en términos absolutos en los 666.000 millones de dólares, mientras que los activos exteriores frente al sector no bancario *privado* se redujeron en 253.000 millones, situándose en 4,3 billones. Como resultado, la participación de los activos exteriores frente al sector no bancario privado estadounidense en el total de activos exteriores frente a Estados Unidos disminuyó hasta el 69%, frente al máximo del 72% registrado al final de 2007.

Pasivos bancarios bajo presión

Los pasivos de los bancos declarantes al BPI frente a autoridades monetarias oficiales continuaron reduciéndose en el segundo trimestre (véase el panel izquierdo del Gráfico 5). El total de pasivos frente a dichas contrapartes se redujo de forma inusitada en 157.000 millones de dólares, siendo los sistemas bancarios del Reino Unido, Francia y Suiza los que registraron las caídas más importantes. Los pasivos denominados en dólares estadounidenses se redujeron en 73.000 millones y los denominados en euros en 62.000 millones. Las estadísticas del BPI no incluyen información sobre a qué autoridades monetarias oficiales en particular son atribuibles estos movimientos⁷. No obstante, los datos sobre reservas proporcionados al FMI por 63 autoridades monetarias ofrecen cierta información sobre de qué bancos centrales se trataría. Al igual que en el primer trimestre de 2008, los bancos centrales de economías emergentes, en particular de Rusia (-42.000 millones de dólares) y algunos países asiáticos (-96.000 millones) declararon reducciones relativamente elevadas de los depósitos realizados en bancos comerciales durante el segundo trimestre⁸.

Disminución de pasivos frente a autoridades monetarias oficiales...

Los bancos declarantes al BPI también registraron grandes retrocesos en el nivel de pasivos frente a algunas regiones emergentes en el segundo

... y mercados emergentes

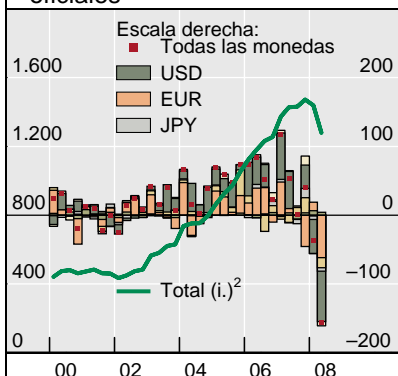
⁷ Las posiciones de los bancos frente a autoridades monetarias oficiales se declaran pro memoria en las estadísticas del BPI y por tanto no se desglosan por país de residencia. Los pasivos declarados incluirán depósitos realizados en bancos declarantes como parte de la gestión de reservas de los bancos centrales, operaciones de *repo* inversas frente a bancos declarantes y también cualquier préstamo nacido en el contexto de operaciones de optimización de liquidez por parte de bancos centrales. Además existen ciertas diferencias entre los países declarantes en cuanto a la definición de lo que constituye una autoridad monetaria oficial. Por ejemplo, las posiciones frente a gobiernos centrales y otros organismos internacionales se incluyen en este sector en el caso de los datos proporcionados por Estados Unidos.

⁸ Las reducciones más considerables se observaron en Hong Kong RAE (-18.000 millones de dólares), Japón (-17.000 millones), Corea (-16.000 millones), Malasia (-15.000 millones) y Filipinas (-10.000 millones). Dichas reducciones también pueden ser reflejo de una reorientación de los bancos centrales hacia los préstamos garantizados (es decir, operaciones de *repo* inversas) en detrimento de los no garantizados, que no está incluida en las cifras SDDS utilizadas aquí. Adviértase asimismo que países que tradicionalmente han acumulado grandes cantidades de reservas como China y algunos productores de petróleo de Oriente Medio no declaran datos SDDS.

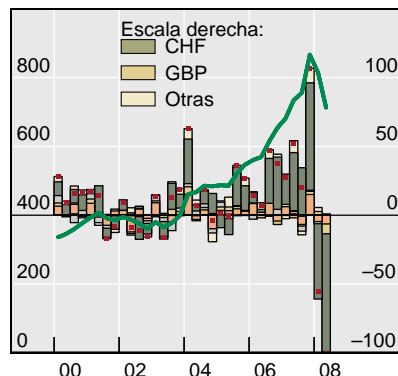
Pasivos de bancos declarantes al BPI

En miles de millones de dólares de EEUU

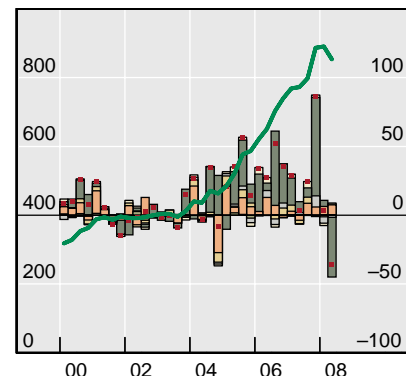
Frente a autoridades monetarias oficiales¹



Frente a Asia-Pacífico²



Frente a África y Oriente Medio²



Las líneas representan cantidades en circulación y las barras representan cambios trimestrales, expresados a tipos de cambio constantes a finales del segundo trimestre de 2008.

¹ Pasivos frente a bancos centrales y otras autoridades monetarias en todo el mundo. ² Pasivos frente a todas las contrapartes (es decir, bancos y entidades no bancarias).

Fuente: estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia.

Gráfico 5

trimestre de 2008 (paneles central y derecho del Gráfico 5)⁹. Los pasivos frente a todos los sectores de Asia se redujeron en 100.000 millones de dólares, principalmente frente a China (-56.000 millones), Hong Kong RAE (-22.000 millones), Singapur (-21.000 millones), el Taipei chino (-18.000 millones) y Corea (-14.000 millones). La mayor parte de los mismos estaban denominados en dólares estadounidenses, reduciéndose por tanto la participación de los pasivos en esta moneda en el total de pasivos frente a la región a un 68%, frente al 70% del trimestre anterior. Los pasivos bancarios frente a África y Oriente Medio experimentaron una caída sin precedentes de 36.000 millones de dólares que redujo la participación de los pasivos denominados en dólares estadounidenses frente a esa región al 63%, frente al 65% del primer trimestre.

Mercados de derivados

Derivados negociados en bolsa

Retroceso en la contratación de opciones y futuros...

En el tercer trimestre de 2008 se retrajo la actividad en los mercados internacionales de derivados. El volumen total de contratación medido por importes nominales pasó de 600 billones de dólares en el segundo trimestre a 542 billones en el tercero. Gran parte de esta contracción se produjo en derivados sobre tasas de interés a corto plazo, retrayéndose también, si bien ligeramente, el volumen negociado en derivados sobre tasas de interés a largo plazo. Aumentó, en cambio, el de derivados sobre índices bursátiles y divisas. La contratación de derivados sobre materias primas, observable tan sólo en

⁹ En parte, dicha circunstancia puede reflejar los cambios en los pasivos frente a autoridades monetarias oficiales mencionados anteriormente.

términos de número de contratos, disminuyó por segundo trimestre consecutivo.

La contratación de derivados sobre tasas de interés a corto plazo cayó a 407 billones de dólares, frente a los 473 billones del trimestre anterior. La disminución más significativa se observó en el segmento del dólar estadounidense, seguida por las del euro y la libra esterlina (Gráfico 6). En particular, las contrataciones de opciones y futuros sobre tasas a tres meses tanto del eurodólar como de los fondos federales cayeron en el tercer trimestre, aun cuando los datos mensuales muestran que el volumen de ambos tipos de contrato se recuperó en septiembre en pleno incremento de las tensiones en los mercados financieros.

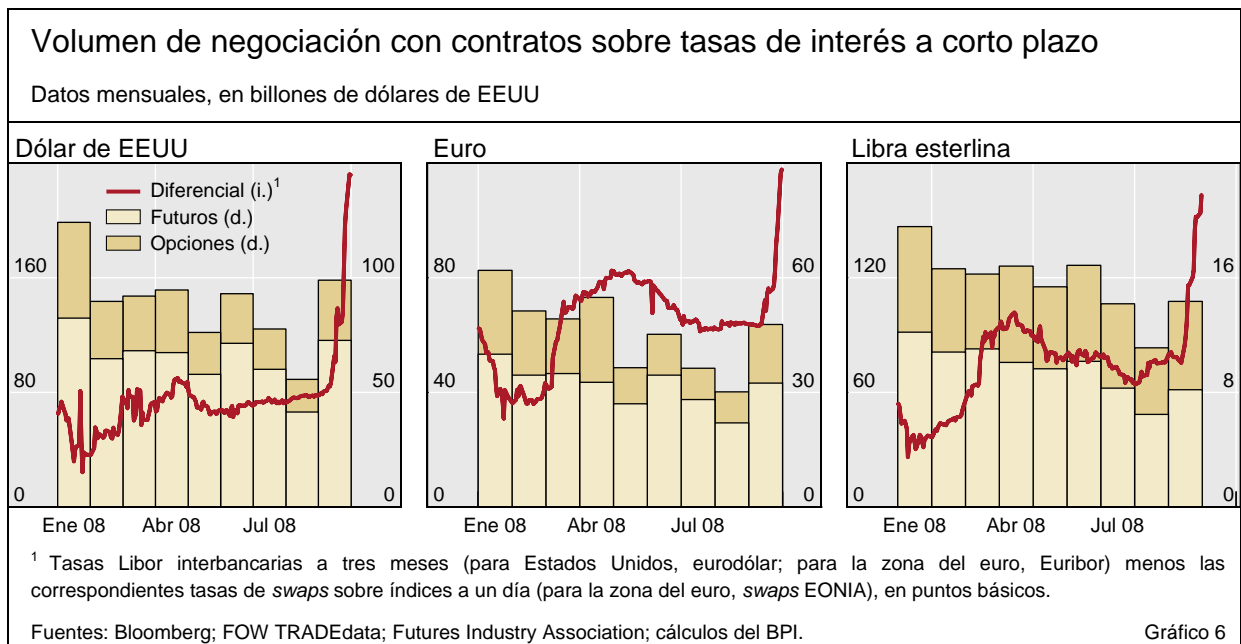
La actividad en el segmento de derivados sobre acciones experimentó un repunte, pasando de 67 a 76 billones de dólares. Por moneda de denominación, el mayor incremento lo registraron los contratos en dólares estadounidenses, seguidos por los denominados en won coreanos. Disminuyó ligeramente, en cambio, la contratación en rupias indias y yenes.

La actividad en el segmento de derivados sobre tipos de cambio se incrementó levemente de 7,5 a 7,9 billones de dólares. Este incremento, que se explica en su mayor parte por los contratos denominados en euros, compensó la menor contratación en divisas como el dólar estadounidense y el franco suizo.

La contratación de derivados sobre materias primas disminuyó en el tercer trimestre. El volumen total de operaciones de derivados sobre materias primas medido por el número de contratos (los importes nominales no están disponibles) se redujo de 425 a 410 millones. El grueso de la reducción se atribuyó a los derivados sobre productos agrícolas que tuvo lugar principalmente en los mercados estadounidenses. Los contratos de derivados sobre petróleo pasaron de 98 a 92 millones en el periodo analizado, en un contexto de caídas significativas en el precio del crudo, pese a que la

... en particular de derivados sobre tasas de interés a corto plazo

Disminuye la contratación de derivados sobre materias primas



negociación en la categoría más amplia de derivados energéticos se mantuvo elevada, con unos 140 millones de contratos.

Derivados extrabursátiles (OTC)

En noviembre, el BPI publicó sus últimas estadísticas basadas en las posiciones de finales de junio de 2008 en los mercados extrabursátiles (OTC) mundiales de derivados¹⁰. Los importes notacionales de derivados en circulación en los mercados extrabursátiles siguieron aumentando en el primer semestre de 2008, hasta alcanzar un total, incluido todo tipo de contratos OTC, de 683.7 billones de dólares a finales de junio, lo que representa un crecimiento del 15% sobre el semestre anterior. En términos de volumen, la contratación de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) registró por vez primera una reducción. Por su parte, los mercados de derivados sobre tasas de interés y divisas, así como los de derivados sobre acciones y materias primas, registraron crecimientos notables.

Cae el volumen de CDS a raíz de las turbulencias

Por vez primera desde que comenzaron a publicarse las estadísticas en diciembre de 2004, los importes notacionales de CDS en circulación retrocedieron, en concreto un 1%, respecto a los de finales de 2007, en contraste con un crecimiento semestral promedio de los CDS en circulación del 45% durante los tres últimos años. Esta reducción obedeció sobre todo al número significativamente mayor de rescisiones multilaterales de CDS como resultado de las perturbaciones en los mercados financieros (véase el Recuadro). Pese a la disminución de los volúmenes en circulación, los valores brutos de mercado de los contratos CDS, que miden el coste de sustituir todos los existentes y son por tanto un mejor indicador del riesgo de mercado que los valores notacionales, se incrementaron en un 58% a raíz del aumento del riesgo crediticio y de contraparte durante las turbulencias. Los valores brutos de mercado aumentaron para los contratos de referencia tanto única (*single-name*) como múltiple (*multi-name*).

El crecimiento de los importes notacionales de derivados sobre tasas de interés en circulación, tras haber experimentado un avance moderado en el segundo semestre de 2007, se aceleró en el primero de 2008, alcanzando al término del mismo un valor de 458,3 billones de dólares, un 17% más que seis meses antes. Los valores brutos de mercado de los derivados OTC sobre tasas de interés crecieron un 29%, hasta los 9,3 billones de dólares, impulsados sobre todo por los *swaps* de tasas de interés, que indiscutiblemente constituyen el mayor segmento del mercado. En la primera mitad de 2008 también se registró una intensa actividad en los derivados sobre divisas, con incrementos del 12% en los importes notacionales, hasta alcanzar un total de 63 billones de dólares, al tiempo que los valores brutos de mercado crecieron un 25%, hasta los 2,3 billones.

Intensa contratación de derivados sobre divisas...

¹⁰ Para obtener más información sobre la metodología del estudio, véanse las estadísticas publicadas en noviembre de 2008, disponibles en www.bis.org/publ/otc_hy0811.htm.

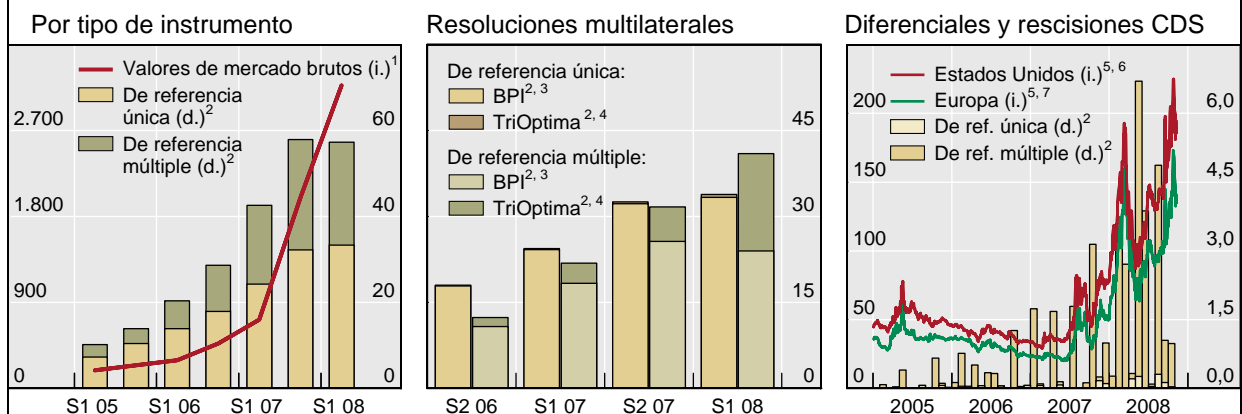
Rescisiones voluntarias de swaps de incumplimiento crediticio

Jacob Gyntelberg y Carlos Mallo

Las perturbaciones en los mercados de crédito y monetarios durante el primer semestre de 2008 llevaron a quienes operan en ellos a realizar un número significativamente mayor de rescisiones multilaterales de swaps de incumplimiento crediticio (CDS). En consecuencia, los valores nacionales de CDS en circulación se redujeron por primera vez desde que comenzaron a publicarse estadísticas en diciembre de 2004, en concreto un 1% respecto de los valores nacionales en circulación a finales de 2007 (panel izquierdo del Gráfico A).

Esta caída es en gran parte reflejo de los volúmenes inusualmente altos de rescisiones multilaterales voluntarias o “tear-ups” de CDS en circulación, cuyo total ascendió a 17,4 billones de dólares, principalmente en el segmento de referencia múltiple o *multi-name* (panel central). De no ser por estas rescisiones, los importes nacionales en circulación habrían crecido casi un 30%. Las rescisiones se dieron primordialmente en índices CDS (panel derecho) y fueron más pronunciadas tras la ampliación de los diferenciales crediticios. Pese a que los contratos CDS en circulación continuaron celebrándose entre intermediarios declarantes, este segmento permaneció estable en términos de volumen en circulación. En cambio, los contratos en circulación entre intermediarios y otras instituciones financieras se redujeron en un 7%. La disminución fue del 21% en el caso de las aseguradoras y del 2% para las sociedades de valores, el segmento mayor.

Swaps de incumplimiento crediticio (CDS)



¹ En miles de millones de dólares de EEUU. ² En billones de dólares de EEUU. ³ Importe nacional en circulación al cierre del periodo de declaración al BPI. ⁴ Importes nacionales en circulación rescindidos por TriOptima durante el periodo. ⁵ Rango intercuartil (*mid-spread*), en puntos básicos, relativo al índice más reciente de CDS a cinco años para grado de inversión. ⁶ DJ CDX IG. ⁷ iTraxx Europe.

Fuentes: JPMorgan Chase; TriOptima; BPI.

Gráfico A

Desde 2003, la empresa privada TriOptima ha venido ofreciendo servicios de rescisión multilateral a los intermediarios del mercado extrabursátil (OTC) de derivados, inicialmente para swaps de tasas de interés y después para CDS. Un ciclo de rescisión consta de dos pasos. En primer lugar, los intermediarios ofrecen información contrato a contrato sobre sus posiciones con derivados, y luego la empresa verifica si ambas contrapartes declaran cada uno de los contratos individuales en términos idénticos. En un segundo paso, TriOptima calcula un conjunto de contratos bilaterales entre participantes que ofrece la misma exposición neta pero menor exposición en términos brutos.

Más recientemente, Markit, una empresa dedicada a la gestión de datos especializada en CDS, y Creditex, una correduría de CDS, iniciaron las denominadas “rondas de compresión” (“*compression runs*”) para contratos CDS de referencia única. La primera ronda de compresión finalizó el 27 de agosto de 2008. Para finales de noviembre, 26 rondas de compresión, 14 en Europa y 12 en Estados Unidos, habían resultado en una reducción bruta total de los importes nacionales en circulación de contratos de CDS de referencia única superior a 1,1 billones de dólares.

Los valores nominales de derivados sobre acciones en circulación por su parte se incrementaron un 20% en el primer semestre de 2008, revertiéndose con ello el retroceso del 1% registrado en el semestre previo. Los valores nominales de contratos OTC sobre acciones se situaron en 10,2 billones de dólares a finales de junio de 2008, suponiendo los contratos sobre acciones europeas más de la mitad de ese total.

... y fuerte incremento de los derivados sobre materias primas

También se observó una intensa actividad en el mercado extrabursátil (OTC) de derivados sobre materias primas, con un aumento de los valores nominales de los contratos en circulación del 56% a finales de junio, hasta los 13 billones de dólares. Este incremento se debió en gran medida al notable crecimiento de los contratos sobre materias primas distintas del oro, cuyo valor ascendió a 12,6 billones de dólares. Más específicamente, los contratos a plazo y los *swaps* crecieron un 49%, hasta los 7,6 billones de dólares, y el volumen de contratación de opciones lo hizo un 81%, hasta los 5 billones de dólares. El incremento del volumen de contratos sobre el oro se ralentizó al 9% (tras haber aumentado un 40% en la segunda mitad de 2007). El valor bruto de mercado total de los contratos sobre materias primas se incrementó un 16%, ascendiendo a 2,2 billones de dólares.

El mercado internacional de títulos de deuda

Fuerte retroceso del endeudamiento...

El endeudamiento en los mercados internacionales de deuda se retrajo con fuerza en el tercer trimestre de 2008 en plena agitación de los mercados financieros. La emisión neta de bonos y pagarés se redujo sustancialmente, situándose en 247.000 millones de dólares, frente a los 1,08 billones registrados en el segundo trimestre. La reducción fue mucho más allá de lo que hubiera cabido esperar conforme a los patrones de estacionalidad habituales y tuvo como resultado el nivel más bajo de emisión neta desde el tercer trimestre de 2005¹¹. El endeudamiento en el mercado monetario también se estancó, produciéndose una contracción de la emisión neta en el tercer trimestre.

... en particular de bonos y pagarés denominados en euros

Por moneda de denominación, la mayor disminución en la emisión de bonos y pagarés se registró en el segmento denominado en euros, seguido de cerca por el del dólar (panel izquierdo del Gráfico 7). La emisión neta de bonos y pagarés en euros se desplomó, pasando de 466.000 millones de dólares en el segundo trimestre a 28.000 millones en el tercero. La emisión neta de bonos y pagarés en dólares también se contrajo fuertemente: de 396.000 a 40.000 millones de dólares. Por el contrario, la emisión neta de bonos y pagarés denominada en libras esterlinas se mantuvo elevada, situándose en 153.000 millones, frente a los 144.000 millones del periodo anterior. La voluminosa emisión en libras esterlinas se debió principalmente a la activa emisión de bonos con garantía hipotecaria. La emisión en yenes se redujo, pasando de 16.000 a 8.000 millones de dólares, aunque la caída habría sido

¹¹ Para obtener más información sobre los patrones estacionales de la emisión internacional de bonos y pagarés, véase J. Amato y J. Sobrun, "Seasonality in international bond and note issuance", *Informe Trimestral del BPI*, septiembre 2005.

aun más pronunciada de no haber sido por la abundante emisión en Japón de bonos denominados en yenes por parte de emisores no japoneses (bonos samurai) por valor de 7.000 millones de dólares en términos netos.

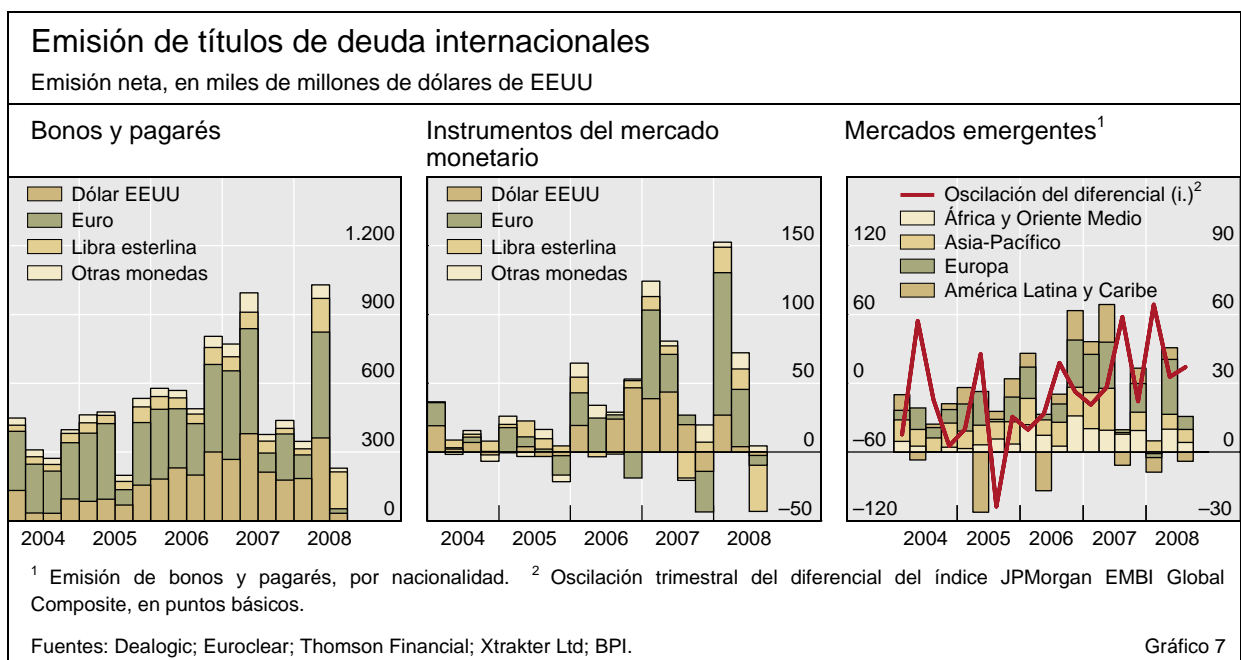
El desglose por nacionalidad del emisor indica que la mayor contracción en la emisión neta correspondió a los operadores estadounidenses, que pasaron de emitir deuda por importe de 308.000 millones de dólares en el segundo trimestre a hacerlo por 46.000 millones en el tercero. También fue considerable la disminución en la emisión neta de operadores belgas, franceses y británicos.

Por sectores, las instituciones financieras registraron las disminuciones más acusadas, con un descenso del nivel de emisión neta de bonos y pagarés de 888.000 millones de dólares a 246.000 millones en el tercer trimestre. La emisión de empresas también se desplomó, aunque de manera menos drástica: la emisión neta cayó de 133.000 a 47.000 millones de dólares.

La emisión de bonos internacionales con garantía hipotecaria (para los que tan sólo se dispone de cifras brutas) permaneció relativamente activa en el tercer trimestre. La emisión bruta de bonos con garantía hipotecaria perdió el nivel récord de 188.000 millones de dólares del segundo trimestre, pero aun así se mantuvo en 139.000 millones. Los emisores belgas, irlandeses y españoles declararon descensos notables, al igual que las agencias con respaldo del gobierno estadounidense, en especial Fannie Mae y Freddie Mac. En contraste con lo anterior, las emisiones provenientes del Reino Unido se incrementaron de 90.000 a 98.000 millones de dólares, seguramente debido al plan especial de liquidez (*Special Liquidity Scheme*) del Banco de Inglaterra que permite a los bancos británicos cambiar activos ilíquidos tales como títulos con garantía hipotecaria por letras del Tesoro británico.

En las economías emergentes, la emisión neta de bonos y pagarés disminuyó desde 45.000 millones de dólares en el segundo trimestre hasta 11.000 millones en el tercero (panel derecho del Gráfico 7). La contracción fue

La emisión de bonos con garantía hipotecaria se mantiene relativamente activa



más marcada en las economías emergentes europeas (la emisión neta de Rusia cayó de 13.000 a 3.000 millones de dólares), seguidas por América Latina y África y Oriente Medio. Por moneda de denominación, la mayor reducción la registró el segmento del dólar seguido por el del euro.

Estancamiento de
instrumentos del
mercado monetario

El endeudamiento a través de los mercados monetarios internacionales también se estancó. La emisión neta de instrumentos del mercado monetario entró en territorio negativo al pasar de 69.000 millones de dólares a -30.000 millones en el tercer trimestre, el nivel más bajo desde el tercer trimestre de 2003 (panel central del Gráfico 7). La mayor caída fue la observada en el segmento de la libra esterlina, seguida por la del segmento del euro.