

## Aspectos más destacados de la actividad bancaria y financiera internacional

*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 internacional, los últimos datos disponibles corresponden al primer trimestre de 2010, mientras que para los mercados internacionales de títulos de deuda y de derivados se utilizan datos del segundo trimestre de 2010.*

### El mercado bancario internacional<sup>1</sup>

La contracción de los balances internacionales de los bancos declarantes al BPI, que había comenzado en el cuarto trimestre de 2008, tocó a su fin *en los primeros tres meses de 2010*. La recuperación se debió principalmente a los notables incrementos de los activos internacionales frente a residentes en el Reino Unido y Estados Unidos. También estuvo impulsada por la continua aceleración en los activos transfronterizos frente a Asia-Pacífico y América Latina y el Caribe, que en el segundo trimestre de 2009 fueron las dos primeras regiones en registrar un crecimiento positivo en los préstamos internacionales tras la crisis. Los activos frente a la zona del euro y las economías emergentes de Europa continuaron disminuyendo. No obstante, los bancos que operan a nivel internacional incrementaron su exposición frente a España, Grecia, Irlanda y Portugal, sobre todo como resultado de un aumento de las partidas fuera de balance. Los datos del BPI muestran que, desde finales de marzo de 2010, las carteras de los bancos de la zona del euro frente al sector público de dicha zona mostraban una mayor participación de deuda pública de alta rentabilidad que en el caso de otros grandes sistemas bancarios, en cuyas carteras predominaba la deuda pública de menor rentabilidad.

---

<sup>1</sup> Las consultas relacionadas con las estadísticas bancarias deben dirigirse a Stefan Avdjiev.

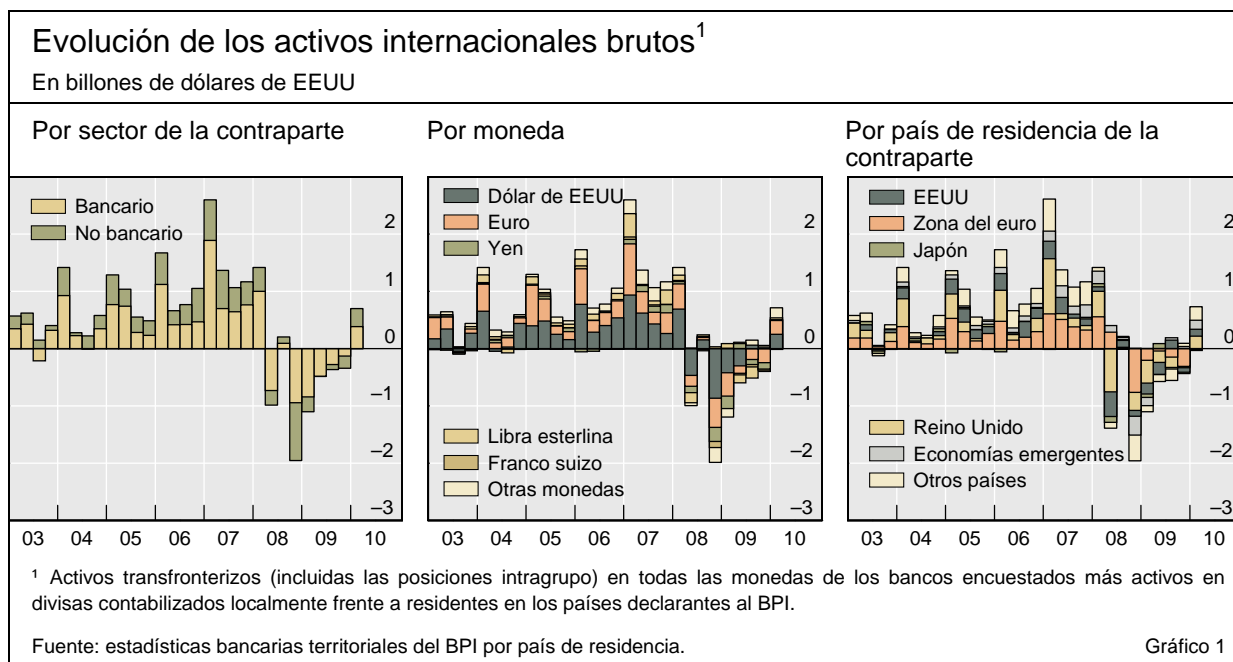
## Expansión de los activos internacionales por primera vez en seis trimestres<sup>2</sup>

Durante los tres primeros meses de 2010, los activos internacionales<sup>3</sup> de los bancos declarantes al BPI aumentaron por primera vez desde el tercer trimestre de 2008. El incremento por valor de 700.000 millones de dólares (2,1%)<sup>4</sup> colocó el total agregado en 33,4 billones (Gráfico 1, panel izquierdo). El crecimiento se vio impulsado por los fuertes aumentos registrados tanto en activos interbancarios (383.000 millones de dólares o 1,8%) como en activos frente a entidades no bancarias (317.000 millones o 2,5%).

La expansión total de los activos se repartió ampliamente entre las diversas monedas (Gráfico 1, panel central). Los mayores incrementos correspondieron a los activos denominados en dólares estadounidenses (253.000 millones de dólares o 1,9%) y en euros (238.000 millones o 1,9%). Los activos denominados en libras esterlinas y yenes también crecieron, en 30.000 millones (1,6%) y 15.000 millones de dólares (1,3%) respectivamente. La única moneda de entre las principales que mostró signos de contracción fue el franco suizo. Los activos denominados en esa moneda se redujeron en 14.000 millones de dólares (2,1%).

El desglose por residencia de la contraparte presenta un panorama más variado (Gráfico 1, panel derecho). Los activos internacionales frente a residentes en el Reino Unido crecieron (217.000 millones de dólares o 3,5%)

Significativa expansión de activos en dólares y euros



<sup>2</sup> El análisis de este apartado y el siguiente se basa en las estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia. Todos los flujos de activos internacionales declarados se han ajustado en función de variaciones del tipo de cambio y rupturas en las series.

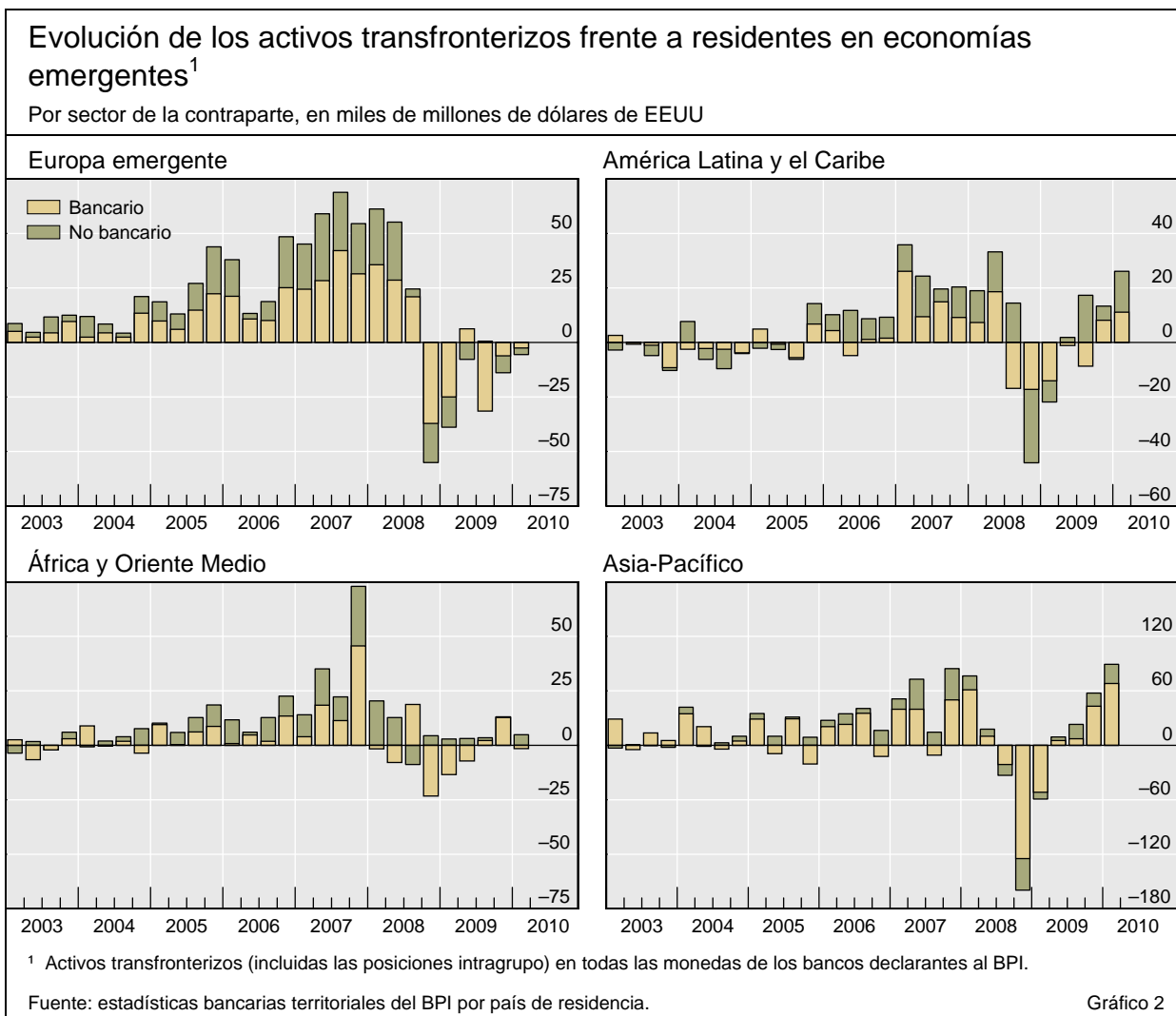
<sup>3</sup> Los activos internacionales consisten en activos transfronterizos y activos locales denominados en moneda extranjera.

<sup>4</sup> Todos los porcentajes hacen referencia a cambios en los volúmenes de activos al final del trimestre anterior.

por primera vez desde el primer trimestre de 2008. Los bancos declarantes también registraron un incremento en sus activos frente a residentes en Estados Unidos (de 120.000 millones o 2,4%). Contrastando con lo anterior, los bancos redujeron sus activos frente a residentes en Japón (en 9.000 millones de dólares o 1,0%) por tercer trimestre consecutivo. Más aún, los activos frente a residentes en la zona del euro se contrajeron en 21.000 millones de dólares (0,2%) pese a que los denominados en euros frente a esa región aumentaron en 72.000 millones (0,9%). La reducción total fue principalmente reflejo del retroceso por valor de 100.000 millones de dólares (8,4%) de los activos denominados en dólares frente a bancos ubicados en el área. Más de un tercio de dicha contracción (37.000 millones) fue declarada por bancos situados en Estados Unidos.

*Se dispara el crecimiento de los activos transfronterizos frente a Asia-Pacífico y América Latina-Caribe*

Los activos transfronterizos frente a residentes en economías de mercado emergentes crecieron por cuarto trimestre consecutivo (véase el Gráfico 2). El aumento de 113.000 millones de dólares (4,6%) durante el primer trimestre de 2010 fue aproximadamente un 40% superior al crecimiento combinado de los



tres trimestres anteriores. En su mayor parte, ese crecimiento se debió a la expansión por valor de 75.000 millones de dólares (6,4%) de los activos interbancarios, aunque las posiciones frente a entidades no bancarias también se ampliaron de manera significativa. Al igual que en los tres trimestres anteriores, el incremento total fue consecuencia de la intensa concesión de crédito a residentes en las regiones de Asia-Pacífico y América Latina-Caribe, donde se está registrando un mayor crecimiento económico. En cambio, los activos frente a las economías emergentes de Europa, donde la recuperación económica ha sido mucho más lenta, descendieron por sexto trimestre consecutivos, si bien a un ritmo cada vez menor.

En línea con el fuerte crecimiento económico en Asia-Pacífico, los bancos declarantes al BPI incrementaron sus activos transfronterizos frente a residentes en la región por cuarto trimestre consecutivo. Casi la mitad de los 89.000 millones de dólares (11,4%) de crecimiento total se explica por el avance sin precedentes de los activos frente a residentes en China por valor de 42.100 millones de dólares (23,8%). Por otro lado, los activos frente a residentes en la India aumentaron en 18.100 millones de dólares (13,5%), el segundo incremento más alto jamás registrado. Además los bancos incrementaron significativamente el crédito transfronterizo concedido a Corea (11.000 millones de dólares o 5,5%), Taipei chino (6.300 millones o 11,7%), Indonesia (en 4.700 millones o 10,2%) y Malasia (2.900 millones o 7,6%). Algunos de esos crecimientos podrían estar ligados a las operaciones de *carry trade* que se produjeron durante el periodo como resultado de los considerables diferenciales de tasas de interés entre algunos de los países anteriormente mencionados y las principales economías desarrolladas (véase el Capítulo IV del 80º Informe Anual del BPI para consultar un análisis detallado de la evolución y tendencias recientes de *carry trade*).

Pese a ser algo menor que el aumento del crédito concedido a la región de Asia-Pacífico, el incremento en los activos transfronterizos frente a América Latina y el Caribe durante el primer trimestre de 2010 fue considerable. La expansión por valor de 26.000 millones de dólares (6,4%) fue la cuarta consecutiva y la mayor desde el segundo trimestre de 2008. Una vez más, los bancos declarantes dirigieron hacia Brasil gran parte de sus préstamos a la región. Los activos transfronterizos frente a residentes de ese país aumentaron en 18.700 millones de dólares (11,3%). Las posiciones frente a residentes en México también registraron un sólido avance al aumentar en 7.300 millones de dólares (7,7%). A diferencia de lo anterior, el crédito concedido a Argentina cayó por séptimo trimestre consecutivo (en 300 millones de dólares o 2,3%). No obstante, ese retroceso fue el menor con diferencia desde que comenzara la contracción.

El menor crecimiento económico registrado en las economías emergentes de Europa originó la sexta disminución consecutiva en los activos transfronterizos frente a sus residentes. Ahora bien, la contracción de 6.000 millones de dólares (0,7%) fue mucho menor de la registrada en los dos trimestres anteriores. Los países con las mayores contracciones en los activos frente a sus residentes fueron Rusia (4.200 millones de dólares o 2,9%),

Crece los activos transfronterizos frente a Asia-Pacífico...

... y se aceleran frente a América Latina y el Caribe

El crédito a Europa emergente continúa disminuyendo

Croacia (1.600 millones o 3,5%) y la República Checa (1.500 millones o 3,3%). En cambio los activos frente a Polonia aumentaron por cuarto trimestre consecutivo (en 4.000 millones de dólares o 3,3%) mientras que el crédito transfronterizo concedido a Hungría se incrementó ligeramente (en 500 millones o 0,6%) ante la inminencia de las elecciones parlamentarias del mes de abril en el país.

#### *Los bancos aumentan su exposición frente a España, Grecia, Irlanda y Portugal<sup>5</sup>*

Aumenta la exposición total frente a España, Grecia, Irlanda y Portugal

Los bancos declarantes al BPI incrementaron su exposición total<sup>6</sup> frente a residentes en España, Grecia, Irlanda y Portugal durante el primer trimestre de 2010 a pesar de las crecientes presiones de mercado en estos países (véase el Gráfico 3). La expansión combinada por valor de 109.000 millones de dólares (4,3%) hizo que la cifra agregada de la exposición de los bancos declarantes al BPI frente a ese grupo de economías se situara en 2,6 billones de dólares (véase el Cuadro 1).

La exposición neta frente a Grecia aumentó en 20.700 millones de dólares (7,1%). Dicho crecimiento se vio impulsado por un aumento de 21.600 millones de dólares (29,3%) en la categoría «otras exposiciones» de los bancos declarantes al BPI, que en su mayoría reflejaba una expansión por valor de 18.100 millones (54,0%) en los compromisos crediticios frente a residentes en el país. En cambio los activos exteriores frente a residentes en Grecia se redujeron en 900 millones de dólares (0,4%). Tanto los activos frente al sector no bancario como frente al sector público aumentaron (en 4.000 millones de dólares (4,7%) y 800 millones de dólares (0,8%) respectivamente). Sin embargo, esos incrementos se vieron más que contrarrestados por la contracción de 5.700 millones de dólares (16,9%) en los activos exteriores frente a bancos ubicados en el país.

Los bancos declarantes al BPI incrementaron su exposición frente a residentes en España y Portugal. Pese a que los activos exteriores frente a España se redujeron en 10.300 millones de dólares (1,2%) durante el periodo, la exposición total frente a los residentes en el país aumentó en 17.300 millones (1,5%) debido a una expansión de 27.600 millones (11,8%) en «otras exposiciones» de los bancos. Al mismo tiempo, éstos aumentaron su exposición frente a Portugal en 10.600 millones de dólares (3,2%). Tanto los activos exteriores como «otras exposiciones» experimentaron una evolución

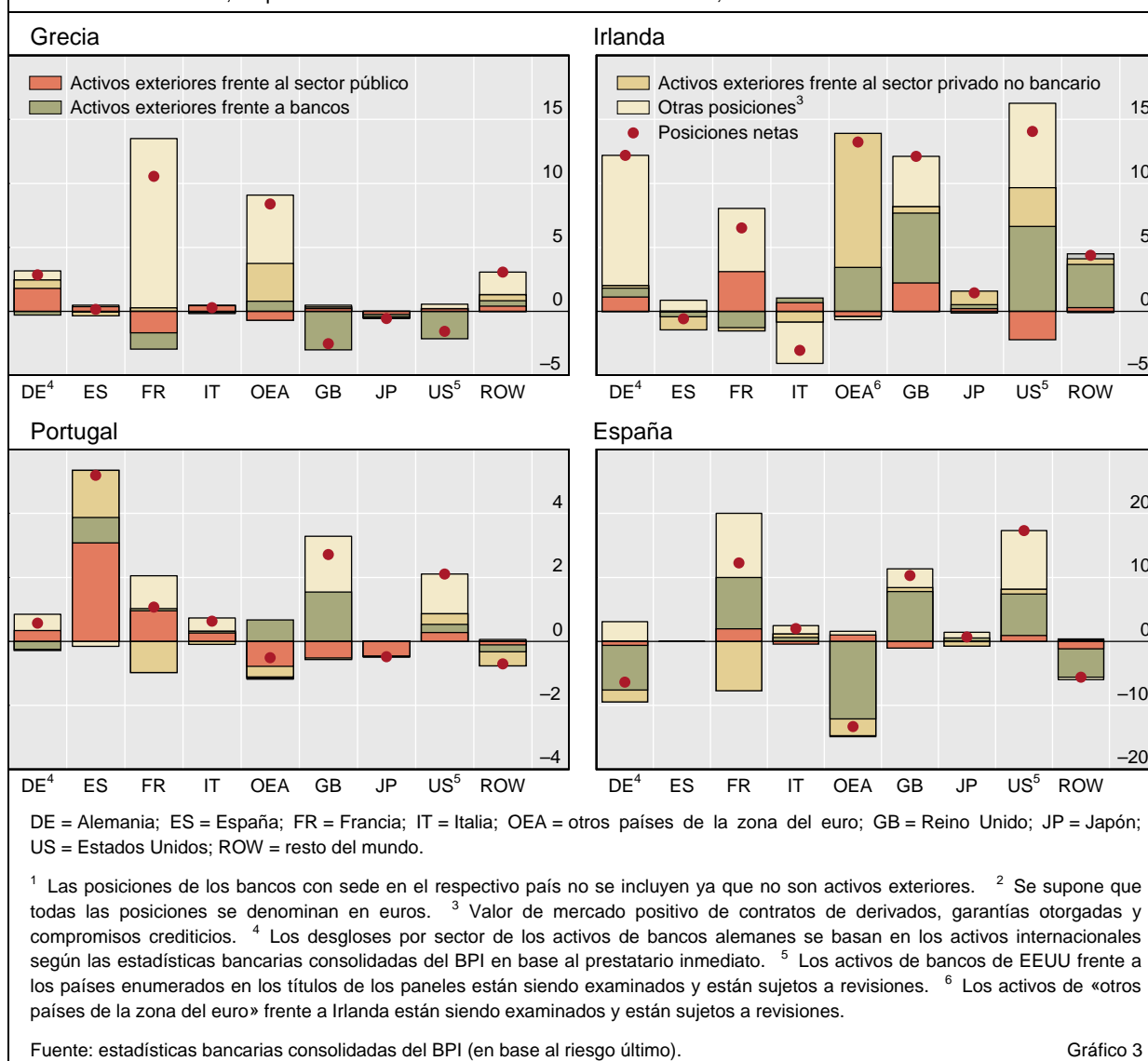
---

<sup>5</sup> El análisis de los siguientes dos apartados se basa en las estadísticas bancarias internacionales consolidadas en base al riesgo último. Habida cuenta de que este conjunto de datos no contiene un desglose por monedas, ajustamos todas las variables de flujo en función de las fluctuaciones del tipo de cambio asumiendo que todas las exposiciones frente a residentes en España, Grecia, Irlanda y Portugal están denominadas en euros.

<sup>6</sup> La *exposición total* incluye dos componentes principales: *activos exteriores* y *otras exposiciones*. Los *activos exteriores*, a su vez, incluyen activos transfronterizos y activos locales en todas las monedas; *otras exposiciones*, por su parte, consiste en el valor positivo de mercado de los contratos de derivados, garantías concedidas y compromisos crediticios.

## Exposiciones externas frente a Grecia, Irlanda, Portugal y España, por nacionalidad de los bancos

Cambios en T1 2010, a tipos de cambio constantes a finales de T1 2010<sup>2</sup>; en miles de millones de dólares de EEUU



positiva (de 5.800 millones (2,3%) y de 4.800 millones (6,1%) respectivamente). Los bancos españoles incrementaron su exposición frente a residentes en Portugal en 5.200 millones de dólares (4,7%), más que los bancos con sede en cualquier otro país.

### Patrones en la composición de las carteras de los bancos declarantes al BPI frente al sector público

Las carteras frente al sector público de los bancos con sede en la zona del euro presentaron una composición muy distinta de las de sus homólogos de Estados Unidos, el Reino Unido y Japón. A finales de marzo de 2010, la deuda pública de gobiernos de la zona del euro representaba un porcentaje mucho mayor (54%) de las carteras frente al sector público de los bancos de dicha

## Exposición externa frente a Grecia, Irlanda, Portugal y España, por nacionalidad de los bancos<sup>1</sup>

A finales del primer trimestre de 2010; en miles de millones de dólares de EEUU

Exposición frente a	Tipo de exposición	Nacionalidad de los bancos									
		DE <sup>2</sup>	ES	FR	IT	OEA	GB	JP	US	RdM	Total
Grecia	Sector público	23,1	0,9	27,0	3,3	22,9	3,6	4,3	5,4	2,0	92,5
	+ Bancos	10,5	0,0	3,9	1,2	2,6	2,2	0,5	3,1	2,1	26,1
	+ Sector privado no bancario	10,0	0,2	40,2	2,2	14,5	6,0	0,9	5,2	3,9	83,2
	+ Sector no asignado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
	= Activos exteriores	43,6	1,1	71,1	6,8	40,1	11,8	5,8	13,6	8,1	202,0
	+ Otras posiciones <sup>3</sup>	7,4	0,5	40,5	2,0	7,8	4,7	0,2	27,5	4,6	95,2
	= Exposición total	51,0	1,6	111,6	8,8	47,9	16,5	5,9	41,2	12,7	297,2
Irlanda <sup>4</sup>	Sector público	3,4	0,2	8,7	0,9	3,8	7,3	1,8	1,9	1,8	29,7
	+ Bancos	46,0	2,5	21,1	3,6	14,0	42,3	1,8	24,6	12,7	168,6
	+ Sector privado no bancario	118,1	9,6	20,5	12,0	66,8	114,4	18,3	34,1	27,9	421,7
	+ Sector no asignado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,8	1,1
	= Activos exteriores	167,5	12,3	50,3	16,5	84,9	164,0	21,9	60,6	43,1	621,1
	+ Otras posiciones <sup>3</sup>	38,3	3,9	35,4	12,1	7,6	58,4	1,0	53,2	12,7	222,7
	= Exposición total	205,8	16,2	85,7	28,6	92,5	222,4	22,9	113,9	55,8	843,8
Portugal	Sector público	9,9	10,6	20,4	2,2	11,5	2,6	2,3	1,6	1,7	62,9
	+ Bancos	20,3	7,4	7,3	3,1	7,0	6,6	0,4	2,0	1,4	55,4
	+ Sector privado no bancario	8,2	66,7	14,4	1,1	8,2	15,8	0,9	1,6	1,5	118,4
	+ Sector no asignado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
	= Activos exteriores	38,4	84,7	42,1	6,5	26,7	25,0	3,6	5,2	4,6	236,7
	+ Otras posiciones <sup>3</sup>	8,1	23,3	7,6	2,9	2,4	7,4	0,4	32,1	1,4	85,6
	= Exposición total	46,6	108,0	49,7	9,4	29,1	32,4	4,0	37,3	6,0	322,4
España	Sector público	30,0	.	46,9	2,3	19,1	7,6	12,5	4,9	4,4	127,6
	+ Bancos	95,0	.	69,7	11,1	68,7	27,6	4,5	28,6	12,1	317,4
	+ Sector privado no bancario	55,2	.	83,1	16,4	98,3	75,0	9,4	28,7	12,1	378,2
	+ Sector no asignado	0,0	.	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,7	0,9
	= Activos exteriores	180,2	.	199,8	29,9	186,1	110,2	26,4	62,2	29,3	824,1
	+ Otras posiciones <sup>3</sup>	37,7	.	44,4	12,6	14,4	31,5	3,6	124,1	10,0	278,5
	= Exposición total	217,9	.	244,2	42,5	200,6	141,7	30,0	186,4	39,3	1.102,6

DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; IT = Italia; OEA = otros países de la zona del euro; GB = Reino Unido; JP = Japón; US = Estados Unidos; RdM = resto del mundo.

<sup>1</sup> Las posiciones de los bancos con sede en el país respectivo no se incluyen ya que no son exposiciones exteriores. <sup>2</sup> Los desgloses por sector de los activos de bancos alemanes se obtienen a partir de los activos internacionales de las estadísticas bancarias consolidadas del BPI en base al prestatario inmediato. <sup>3</sup> Valor de mercado positivo de contratos de derivados, garantías otorgadas y compromisos crediticios. <sup>4</sup> Los activos de bancos de «otros países de la zona del euro» frente a Irlanda están siendo examinados y están sujetos a revisiones.

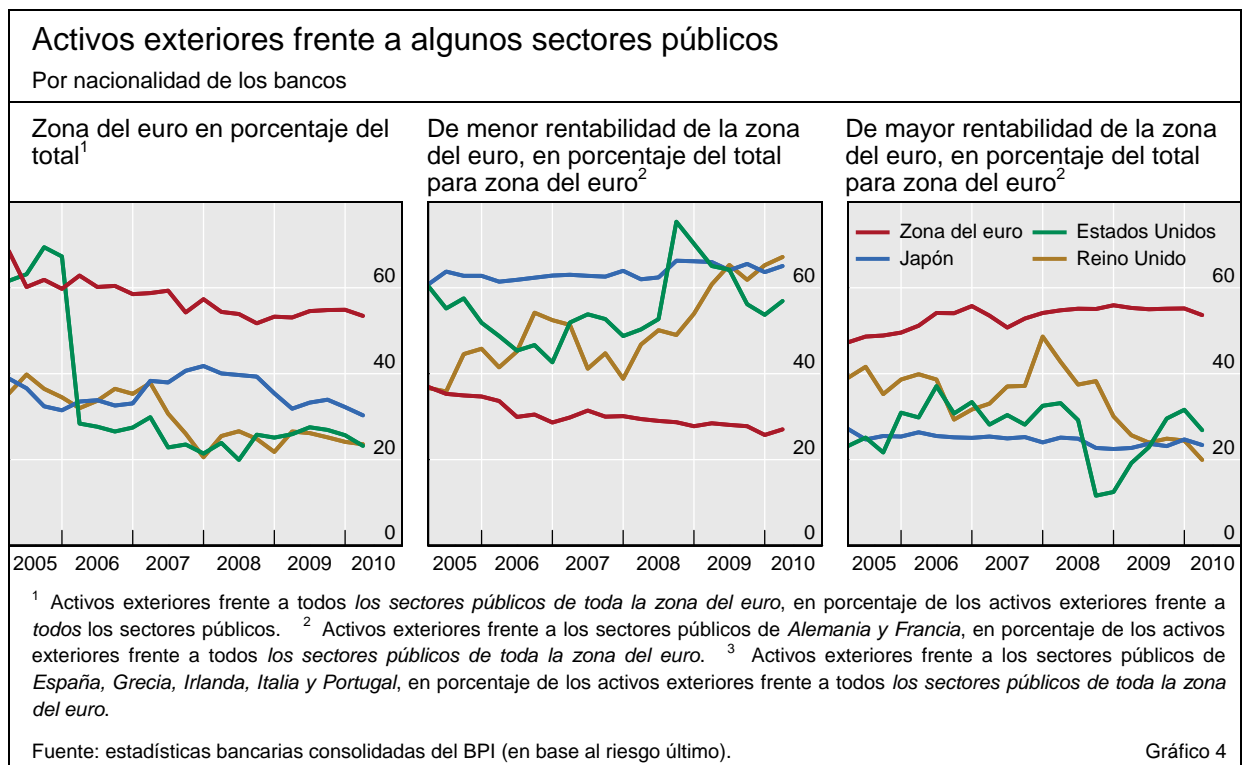
Fuente: estadísticas bancarias consolidadas del BPI (en base al riesgo último).

Cuadro 1

zona que el que presentaban las carteras frente al sector público de los bancos japoneses (30%), británicos (24%) y estadounidenses (23%) (véase el Gráfico 4, panel izquierdo). Esta circunstancia no resulta en absoluto sorprendente si se tiene en cuenta la capacidad de los bancos de la zona del euro para financiar los activos frente a gobiernos de ésta con depósitos nacionales y utilizar la deuda pública de dichos gobiernos como garantía cuando reciben préstamos del BCE.

Las carteras de deuda pública de la zona del euro que detentaban los bancos de la zona presentaban una mayor proporción de títulos de alta rentabilidad (ej. deuda de España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal) en comparación con los bancos con sede en otras regiones, en cuyas carteras de deuda pública predominaban los títulos de menor rentabilidad (ej. deuda de Alemania y Francia). A finales del primer trimestre de 2010, los activos exteriores de los bancos británicos, japoneses y estadounidenses frente al sector público de Alemania y Francia suponían el 67%, 65% y 57% respectivamente del total de sus activos exteriores frente al sector público de todos los países de la zona del euro (véase el Gráfico 4, panel central). En claro contraste con lo anterior, esa fracción ascendía tan sólo al 27% en el caso de los bancos de la zona del euro. El orden de las participaciones es exactamente el contrario cuando se analizan las posiciones de los bancos en deuda pública de gobiernos de la zona del euro de mayor rentabilidad (Gráfico 4, panel derecho). Los activos de los bancos de la zona del euro frente a los sectores públicos de España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal representaban cerca del 54% del total de sus carteras de deuda pública de la zona del euro. En cambio, esa participación tan sólo alcanzaba el 27%, 23% y 20% respectivamente en el caso de los bancos de Estados Unidos, Japón y el Reino Unido.

Las carteras de deuda pública de la zona del euro son muy distintas entre los bancos de la zona y los bancos británicos, japoneses y estadounidenses





Existen toda una serie de explicaciones posibles para tales diferencias. En primer lugar podrían deberse a que los bancos con sede fuera de la zona del euro hayan podido encontrarse con más dificultades que sus homólogos de la zona a la hora de evaluar el riesgo crediticio de un estado miembro. Evidentemente, esto habría hecho que se mostraran más prudentes y optaran por invertir en deuda de mayor rentabilidad porciones relativamente menores de sus carteras frente al sector público de la zona del euro. En segundo lugar, durante el periodo analizado, la deuda de todos los gobiernos de la zona del euro podía utilizarse en idénticas condiciones como garantía ante el BCE. En consecuencia, la menor liquidez de mercado de la deuda emitida por los gobiernos de España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal (en comparación con la de la deuda pública alemana y francesa) preocupaba menos a los bancos de la zona del euro que a otras entidades bancarias, ya que los primeros podían «convertir en líquida» dicha deuda en sus operaciones con el BCE. Por último, los bancos suelen adquirir deuda pública no sólo como instrumento de inversión en sí, sino también para respaldar sus operaciones con derivados. Si los bancos no pertenecientes a la zona del euro detentaban menor proporción de deuda pública de la zona pero negociaban con derivados sobre tasas de interés en euros, entonces sus carteras de deuda pública con fines de derivados habrían representado un porcentaje mayor de sus posiciones frente al sector público de la zona del euro. Estas carteras se habrían concentrado naturalmente en los títulos de la deuda pública de referencia alemana y francesa dados la liquidez y riesgo crediticio relativamente bajo asociados a los mismos.

## El mercado internacional de títulos de deuda<sup>7</sup>

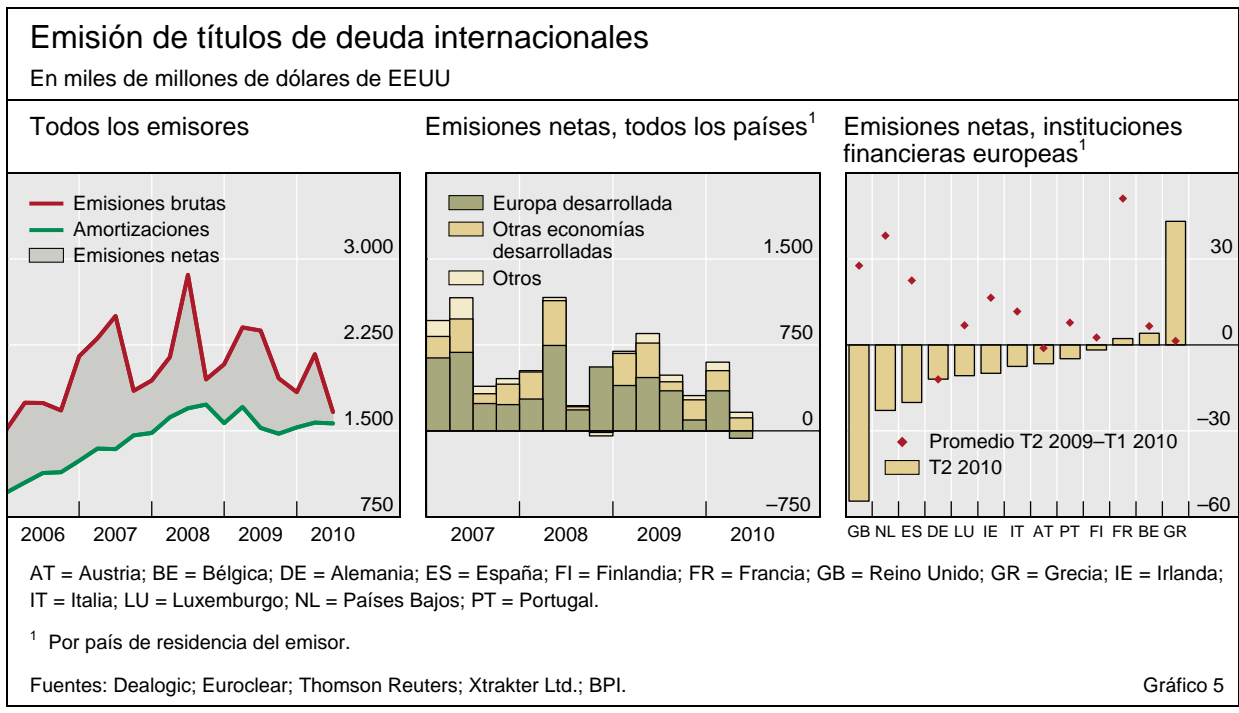
La emisión neta cae hasta su valor más bajo desde los 90

La inestabilidad en el mercado europeo de deuda soberana condujo a una acusada caída de la actividad en el mercado primario de títulos internacionales de deuda durante el *segundo trimestre de 2010*. La emisión bruta completada disminuyó un 23% hasta superar 1,66 billones de dólares, su cota más baja desde finales de 2005 y muy inferior a los niveles registrados durante la crisis financiera (Gráfico 5, panel izquierdo). En un contexto de amortizaciones estables, la emisión neta se contrajo un 83% hasta situarse en 99.000 millones de dólares, el nivel más bajo desde finales de los 90.

Acusada caída de la emisión en los países desarrollados, mientras crece el endeudamiento de residentes en economías emergentes

Los emisores de las economías desarrolladas en particular se encontraron con dificultades para colocar deuda en condiciones atractivas. La emisión neta por parte de residentes en estos países se contrajo un 90% para situarse en tan sólo 51.000 millones de dólares (véase el Gráfico 5, panel central) produciéndose amortizaciones netas por valor de 64.000 millones en Europa, 7.000 millones en Japón y 3.000 millones en Australia. Las entidades estadounidenses colocaron 94.000 millones de dólares, un 38% menos que en el trimestre anterior. En cambio, el endeudamiento por parte de los residentes

<sup>7</sup> Todas las consultas relativas a los mercados internacionales de títulos de deuda deben dirigirse a Christian Upper.



en economías en desarrollo evolucionó positivamente, creciendo un 20% hasta los 30.000 millones de dólares. Las instituciones financieras internacionales acudieron al mercado para recabar 31.000 millones de dólares, un 28% menos que en el trimestre anterior pero aun así muy por encima de la media trimestral de emisión neta de los últimos años.

La emisión por parte de los países desarrollados se contrajo en todos los sectores, si bien fue el financiero el que más lo hizo, registrando amortizaciones netas por valor de 55.000 millones de dólares tras haber conocido una emisión neta de 292.000 millones durante los tres primeros meses del año. La emisión neta del sector público cayó un 78% hasta los 26.000 millones de dólares mientras que la realizada por el sector empresarial no financiero disminuyó un 31% situándose en 80.000 millones de dólares.

Las instituciones financieras europeas fueron sin lugar a dudas las responsables de la mayor parte de las amortizaciones netas del sector. Pese a que la emisión bruta completada se contrajo aproximadamente en la misma medida que la de las instituciones financieras de otras regiones (22% frente al 26% de Estados Unidos, por ejemplo), la estabilidad de los reembolsos prácticamente supuso considerables amortizaciones netas. La emisión neta se tornó positiva en junio, pero no logró compensar las cuantiosas amortizaciones netas de abril y mayo.

Tras la cifra agregada correspondiente a Europa se ocultan diferencias significativas entre países, también entre aquellos en los que viene centrado su atención el mercado. Los bancos griegos recabaron 43.000 millones de dólares en el mercado internacional, principalmente a través de la emisión de bonos con cobertura y pagarés a medio plazo con garantía gubernamental<sup>8</sup>. La

Amortizaciones netas de las instituciones financieras europeas

Fuerte emisión por parte de los bancos griegos...

<sup>8</sup> No es posible estimar cuánto pagaron los bancos griegos por su financiación ya que por lo general los precios de las emisiones no se encuentran disponibles. Ahora bien, el hecho de que con parte de estos títulos se realizaran operaciones a cuantiosos descuentos (del orden

... que contrasta con amortizaciones netas de entidades financieras de otros países europeos

emisión del sector financiero de Grecia fue mucho mayor que la de otros países y multiplicó la de trimestres anteriores (Gráfico 5, panel derecho). El sector financiero de la mayoría de los países europeos amortizó deuda en términos netos. Esto incluye a las instituciones de España y Portugal, dos países que también experimentaron considerables aumentos de sus diferenciales soberanos. Entre abril y junio, las entidades financieras españolas y portuguesas redujeron su deuda internacional en bonos en 20.000 y 5.000 millones de dólares respectivamente.

Aumenta la emisión de los residentes en Canadá

Una de las pocas economías desarrolladas (además de Grecia) que se resistió a la tendencia generalizada hacia una menor emisión neta fue Canadá. Los residentes en Canadá obtuvieron 30.000 millones de dólares en el mercado internacional de deuda, aproximadamente el triple del trimestre anterior y el nivel más alto desde el segundo trimestre de 2008. Las instituciones financieras canadienses realizaron emisiones cercanas a los 19.000 millones de dólares. Los gobiernos provinciales de Canadá, con Ontario a la cabeza, también se endeudaron de manera considerable (9.000 millones de dólares), mientras que las entidades no financieras emitieron por valor de 2.000 millones, ligeramente por debajo del trimestre anterior.

Fuerte emisión en mercados emergentes

Los emisores de los mercados emergentes se vieron mucho menos afectados por el deterioro de las condiciones financieras e incrementaron sus niveles de deuda internacional un 20% hasta los 30.000 millones de dólares. La emisión por parte de instituciones no financieras fue particularmente fuerte, incrementándose un 84% hasta alcanzar los 16.000 millones de dólares, un nivel similar al de la segunda mitad del año pasado. Los gobiernos se endeudaron por valor de 15.000 millones en el mercado internacional, un 8% más que en el trimestre anterior. En cambio el sector financiero de estas economías amortizó 1.000 millones de dólares tras haber registrado una emisión neta de 2.000 millones entre enero y marzo.

Los residentes en América Latina y el Caribe en particular vendieron más bonos que en periodos anteriores (por valor de 17.000 millones de dólares en comparación con 11.000 millones durante el primer trimestre). Los emisores de México y Brasil acapararon aproximadamente dos tercios del total de la emisión internacional por parte de residentes en la región, obteniendo respectivamente 7.000 y 5.000 millones de dólares frente a los 4.000 y 7.000 de los tres primeros meses del año. La emisión de las economías emergentes de Europa, una región estrechamente vinculada a la zona del euro, aumentó en 2.000 millones de euros hasta los 9.000. Los residentes en economías en desarrollo de Asia-Pacífico y de África y Oriente Medio redujeron su emisión un 59% y un 9% respectivamente, hasta aproximadamente los 2.000 millones de dólares.

---

del 30–40%) justo después de la emisión, sugiere que el coste de estos fondos ha podido ser sustancial.

## Derivados negociados en bolsa<sup>9</sup>

El aumento de la actividad en los mercados de derivados se ralentizó hasta cierto punto en el segundo trimestre de 2010 en comparación con un primero de tendencia expansiva. El volumen de contratación medido en importes nominales de opciones y futuros sobre tasas de interés, índices bursátiles y divisas se incrementó un 8% respecto del trimestre anterior hasta situarse en 555 billones de dólares entre abril y junio, en comparación con el aumento del 16% en los tres meses anteriores. Esta expansión relativamente moderada fue reflejo de la evolución divergente de los mercados estadounidense y europeo. A medida que los diferenciales de los bonos soberanos de la zona del euro se ampliaban respecto del *bund* alemán y el euro se depreciaba frente a otras monedas principales (un 10% respecto al dólar estadounidense), la contratación de opciones denominadas en euros sobre este tipo de riesgos cayó casi un 30%, mucho más de lo que podría explicar el efecto de valoración, mientras el volumen de operaciones con futuros en euros apenas se movió. En cambio se produjeron acusados incrementos del 35% y el 18% respectivamente en el caso de las opciones y los futuros denominados en dólares. Las posiciones abiertas de derivados negociados en bolsa, expresadas en importes nominales en circulación, disminuyeron un 8% hasta los 75 billones de dólares. Mientras que los importes en circulación de instrumentos denominados en dólares no variaron, los de los contratos denominados en euros se redujeron un 22% durante el trimestre, debido sobre todo a la contracción de los instrumentos sobre tasas de interés. Un mayor riesgo de base para todos los soberanos seguramente también contribuyó a que los derivados negociados en bolsa se utilizaran menos como cobertura transfronteriza de posiciones en mercados más pequeños de la zona del euro.

Las diferencias entre monedas respecto al crecimiento de la actividad se debieron eminentemente a la evolución del segmento de las tasas de interés. El volumen de contratación en dólares en el mercado monetario se incrementó un 23% hasta los 235 billones de dólares, mientras que los contratos sobre tasas de interés a corto plazo del euro cayeron un 15% hasta los 162 billones. De manera similar, el aumento de la contratación de derivados sobre bonos en dólares (un 22% hasta los 20 billones de dólares) se contrapuso a un descenso del 3% en el volumen de operaciones con instrumentos a largo plazo denominados en euros, pese a que los importes nominales en circulación y el número de contratos con opciones sobre el *eurobund* prácticamente se duplicaron.

En cuanto a las opciones y futuros sobre índices bursátiles, la actividad se disparó gracias a la volatilidad mucho más marcada de las cotizaciones. Con la subida y el posterior descenso de las bolsas de Estados Unidos y Europa, la volatilidad implícita en las opciones se disparó llegando prácticamente a niveles que no se alcanzaban desde el primer trimestre de 2009. La actividad con derivados sobre índices bursátiles medida en importes

Evolución  
divergente en  
Estados Unidos y  
Europa

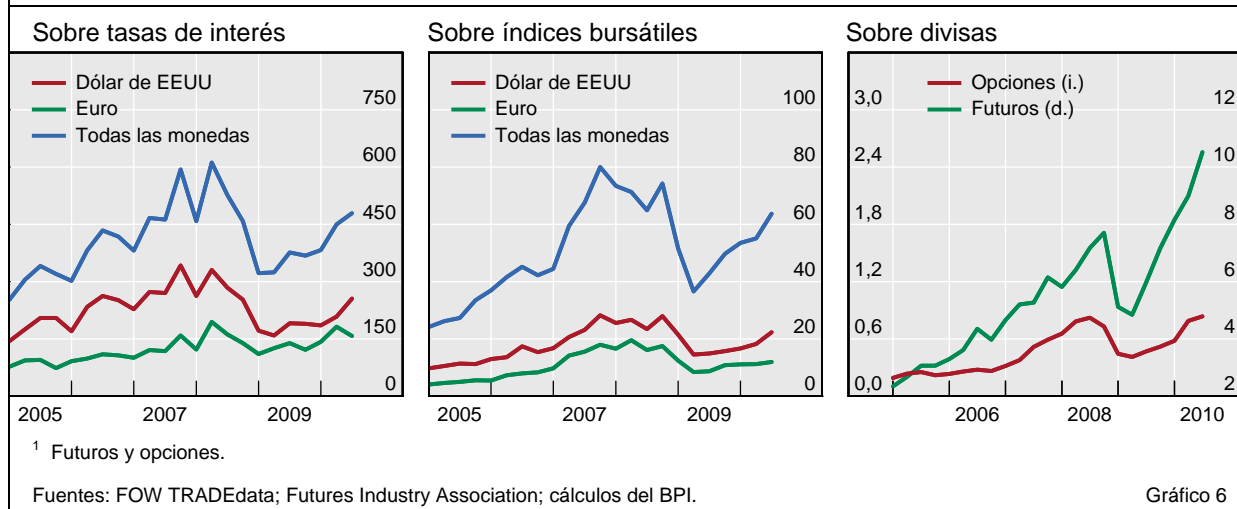
Las opciones sobre  
*eurobund* se  
duplicaron

---

<sup>9</sup> Las consultas relativas a las estadísticas sobre los mercados de derivados deben dirigirse a Karsten von Kleist.

## Volumen de negociación de derivados negociados en bolsa<sup>1</sup>

Datos trimestrales, en billones de dólares de EEUU



nocionales creció un 15% hasta situarse en 64 billones de dólares tras haber permanecido prácticamente estable durante los tres primeros meses de 2010, cuando la volatilidad implícita había descendido a su nivel más bajo desde principios de 2009. El número de contratos sobre índices bursátiles negociados en los mercados internacionales de derivados se incrementó alrededor de un 20% durante el periodo. Mientras que el volumen de operaciones medido en importes nocionales creció un 22% en los mercados estadounidenses, en los europeos sólo lo hizo un 5%. Los volúmenes de contratación en muchos mercados asiáticos también aumentaron, de manera especialmente acusada en la India (36%),

Las operaciones con futuros sobre divisas muy por encima del máximo de 2008

Las operaciones con opciones y futuros sobre divisas se incrementaron, pero las cantidades en circulación disminuyeron. El volumen de contratación de futuros sobre divisas avanzó un 17% hasta los 11.000 millones de dólares, muy por encima del máximo anterior registrado en el tercer trimestre de 2008 (véase el Gráfico 6, panel derecho). Las posiciones abiertas se redujeron un 12% hasta los 188.000 millones. La contratación de opciones aumentó mucho menos (6%), produciéndose una caída de las cantidades en circulación del 8% respecto del nivel máximo del primer trimestre.

El volumen de operaciones en los mercados internacionales de materias primas (medido en número de contratos, ya que no se dispone de cantidades nocionales) creció un 8%. Destaca el notable aumento del 32% en la contratación de metales preciosos al rebasar el precio del oro su máximo de finales de 2009. Los volúmenes de operación con derivados sobre metales no preciosos y productos energéticos crecieron un 24% y un 13% respectivamente en un contexto en el que los precios de los metales y el petróleo disminuyeron un quinto respecto de las altas cotas alcanzadas a principios del segundo trimestre. Los contratos sobre materias primas agrícolas disminuyeron un 5%.

## Endeudamiento en moneda extranjera en las economías emergentes de Europa: los hogares se dedican al *carry trade*

Robert N. McCauley

La debilidad de las monedas de Europa central y oriental durante la crisis subrayó el riesgo del endeudamiento en moneda extranjera. Ese tipo de deuda puede proporcionar cobertura a los flujos de caja de los exportadores, pero en el caso de hogares sin ingresos en moneda extranjera, podrían acabar encontrándose con subidas repentinas del coste de devolución de las hipotecas en moneda extranjera.

En primer lugar, este recuadro trata de utilizar de manera exhaustiva las estadísticas bancarias internacionales del BPI para medir el nivel de crédito en moneda extranjera recibido por las economías emergentes de Europa justo antes de la crisis financiera mundial. Después, muestra que con un sencillo modelo puede explicarse gran parte de las diferencias detectadas entre países respecto al recurso al crédito en moneda extranjera y a la elección de la moneda. Más concretamente, el prestatario compara el ahorro en intereses que le supone obtener un crédito en moneda extranjera frente a la posible inestabilidad futura de los costes de devolución del mismo en moneda local. En otro contexto, este modelo también se utiliza para describir la oportunidad que aprovechan los especuladores que se endeudan en una moneda de baja rentabilidad para financiar sus inversiones en otra de alta rentabilidad («*carry trade*»).

Lo primero que descubrimos es que la concesión de préstamos en moneda extranjera a las economías emergentes de Europa fue mucho mayor de lo que se pensaba. En segundo lugar, el nivel de endeudamiento en moneda extranjera en cada país dependía del cociente entre el ahorro en intereses y la volatilidad de la moneda. Más aún, esta misma perspectiva sirve también para explicar por qué los deudores de algunos países recibían crédito principalmente en euros mientras que los de otros preferían el franco suizo. Así pues, las políticas de tasas de interés y tipos de cambio determinaron la demanda de deuda en moneda extranjera. La oferta se adaptó: los bancos suecos concedieron préstamos en euros en los países bálticos mientras que las sucursales de los bancos alemanes, italianos y estadounidenses (no de los suizos) prestaron francos suizos en Polonia y Hungría.

### *¿Qué importancia tuvo el endeudamiento en moneda extranjera en las economías emergentes de Europa?*

Las economías emergentes de Europa habían recibido más crédito en moneda extranjera del que parecía en el tercer trimestre de 2007. Incluyendo los préstamos transfronterizos contabilizados en otros países de Europa y declarados al BPI, los préstamos en divisas con respecto al total agregado de préstamos había alcanzado aproximadamente la mitad, yendo desde un cuarto en la República checa a casi el 90% en Letonia. Estos niveles de participación relativa son todos más altos que los observados en los préstamos contabilizados localmente en Europa central y oriental<sup>®</sup>. Este fenómeno suele conocerse como «eurización», aunque los créditos en francos suizos representaban alrededor de un 20% del total de préstamos en moneda extranjera.

¿Cómo pueden explicarse las diferencias entre países en cuanto a su proporción de préstamos exteriores? La siguiente sección ofrece una respuesta parcial a esta pregunta.

### *Hogares y empresas como operadores de carry trade*

El nivel de endeudamiento en moneda extranjera en las economías emergentes de Europa se entiende en gran medida considerando el lado de la demanda. Los prestatarios privados de estas economías compararon el ahorro en intereses resultante de recibir crédito en moneda extranjera con el riesgo de que la deuda se disparase en términos de moneda local. Tomando en consideración las tasas de interés del euro y el franco suizo, esa comparación reflejaba las diferentes políticas de las economías emergentes europeas, tanto en lo relativo al establecimiento de las tasas de interés como en lo tocante a la gestión de las monedas.

Puede pensarse en los hogares y empresas de estas economías como inversionistas que realizan *carry trade*. Éstos aceptan el riesgo de principal que conlleva su posición a cambio de obtener ingresos netos en lo que respecta al interés («*carry positivo*»). De manera similar, los

hogares y las empresas de la región aceptan el riesgo de principal en sus hipotecas o créditos empresariales, traducido a moneda local, a cambio de tasas de interés más bajas. La comparación de *carry* y riesgo por parte de los prestatarios en moneda extranjera queda reflejada en la razón de Sharpe, donde el ahorro en intereses expresado en porcentaje se divide entre la volatilidad del tipo de cambio correspondiente, también en porcentaje. Cuanto más alto sea el cociente, más atractiva la posición.

Es fácil comprender cómo podría ahorrarse en el pago de intereses si se denomina la deuda en euros o francos suizos. Las economías de Europa central y oriental están tratando de ponerse al nivel de las de Europa occidental y su productividad está aumentando rápidamente en el sector de los bienes comerciables (ej. la producción de automóviles). Si las mejoras de la productividad son menores en el sector servicios (ej. una peluquería), entonces el coste relativo de los servicios aumenta más rápidamente durante el periodo en que la economía está tratando de alcanzar a la Europa desarrollada. Y, como el precio de los bienes comerciables tiende a ser similar en un mercado integrado, esto significa que la inflación es mayor en el país que intenta ponerse al nivel, lo que resulta en unas tasas de interés oficiales más elevadas<sup>9</sup>.

De hecho, la tendencia de los últimos años ha sido que las tasas de interés en los países de Europa central y oriental han sido más altas que en la zona del euro. Sólo en la República checa las tasas a corto plazo solieron ser más bajas que en la zona del euro. Las tasas de interés han sido aún más bajas en los préstamos en francos suizos.

Así pues, un tasa de interés menor, la *ganancia*, tenía que compararse con el *riesgo* de un incremento del servicio de la deuda en moneda local. Algunas autoridades gestionaron sus monedas de manera restrictiva respecto del euro, mientras que otras permitieron más fluctuaciones. Medimos hasta qué punto se movió en realidad el tipo de cambio respecto al euro durante el periodo desde octubre de 2004 hasta septiembre de 2007. La volatilidad de la moneda local frente al euro, medida por la desviación estándar anualizada de los porcentajes diarios de variación, fue desde el 0–2% en los países bálticos, Bulgaria y Croacia hasta el 8% en Hungría, Polonia y Rumania. Un amplio diferencial de tasas de interés y una baja volatilidad (es decir, una razón de Sharpe elevada) favorecían el endeudamiento en moneda extranjera, mientras que unos escasos diferenciales de tasas de interés y una alta volatilidad lo desalentaban.

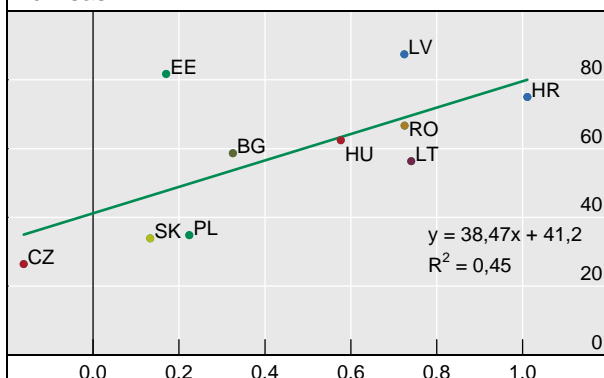
#### *Razón de Sharpe y decisiones*

A la hora de tomar una decisión, pueden distinguirse dos fases. Los hogares y las empresas analizan en primer lugar el punto hasta el que el ahorro en intereses que supone la deuda denominada en euros resulta atractivo comparándolo con la volatilidad de la moneda local frente al euro. Para cada moneda, la media trimestral del diferencial de tasas de interés entre el euro y la moneda local durante el periodo octubre de 2004–septiembre de 2007 se divide entre la volatilidad del tipo de cambio bilateral entre ambas monedas. Cuando este cociente se proyecta sobre la proporción de préstamos en moneda extranjera, los países con razones de Sharpe más altas resultan ser aquellos donde la proporción de deuda en divisas es mayor. El cociente de Sharpe por sí solo explica más del 40% de la variación transversal de ese tipo de crédito en la región (véase el Gráfico A, panel izquierdo)<sup>9</sup>.

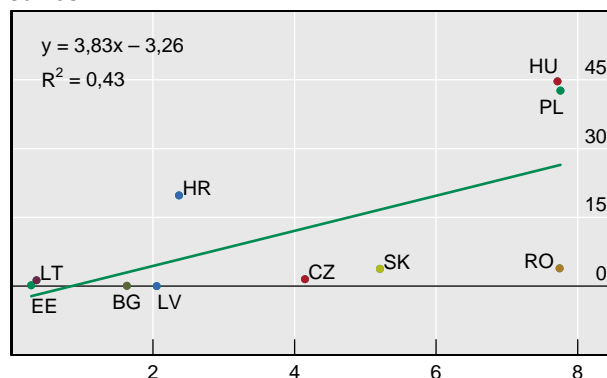
El siguiente paso es explicar la elección de la moneda de denominación del crédito en divisas. En lo que a las tasas de interés respecta, el ahorro sería de 1,5% tanto para un préstamo en francos suizos como en euros en cualquier país desde el Báltico hasta Bulgaria. Ahora bien, en lo que se refiere a la volatilidad del tipo de cambio, las perspectivas serían muy variadas en los distintos países de la región. En aquellos donde la moneda local se mantuvo muy en línea con el euro, la volatilidad del franco suizo frente al euro habría hecho menos atractivo el crédito en francos. En países como Hungría y Polonia, la moneda local fluctuaba considerablemente frente al euro, por lo que había poca volatilidad incremental asociada a endeudarse en francos suizos que contrarrestara el ahorro en tasas de interés. El ahora del 1,5% en tasas de interés resultaba atractivo en comparación con la volatilidad adicional del 0,33% (en Polonia) o el 0,75% (en Hungría) de la deuda en francos suizos, y en esos países la proporción de ésta es la más elevada (véase el Gráfico A, panel derecho). De manera irónica, la flexibilidad de la moneda alentó

## Deuda en divisas en Europa emergente

Razón de Sharpe y proporción de deuda en divisas<sup>1</sup>



Volatilidad del euro y proporción de deuda en francos suizos<sup>2</sup>



BG = Bulgaria; CZ = República Checa; EE = Estonia; HR = Croacia; HU = Hungría; LT = Lituania; LV= Letonia; PL = Polonia; RO = Rumania; SK = Eslovaquia.

<sup>1</sup> El eje de abscisas muestra la razón Sharpe de las monedas domésticas, en la que el numerador es la media de 36 meses del diferencial de la tasa de interés a tres meses para el periodo octubre 2004–septiembre 2007 y el denominador es la volatilidad anualizada de los tipos de cambio de la respectiva moneda local frente al euro durante el mismo periodo; el eje de ordenadas muestra todos los préstamos en divisas en porcentaje de todos los préstamos en septiembre de 2007. <sup>2</sup> El eje de abscisas muestra la volatilidad anualizada del tipo de cambio de la moneda local frente al euro durante el periodo octubre 2004–septiembre 2007; el eje de ordenadas muestra los préstamos en francos suizos en porcentaje de todos los préstamos en divisas en septiembre de 2007.

Fuentes: Brown et. al. (2009); Bloomberg; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

Gráfico A

el endeudamiento en francos suizos, lo que ha resultado ser doloroso para los deudores, habida cuenta de los incrementos del 20% en el tipo de cambio franco suizo/euro registrados entre septiembre de 2007 y agosto de 2010.

<sup>①</sup> Los préstamos transfronterizos declarados al BPI representan alrededor de un 19% de los préstamos contabilizados localmente, tal y como se recoge en M. Brown, M. Peter y S. Wehrmüller, "Swiss franc lending in Europe", *Aussenwirtschaft*, nº 64(2), 2009, pp. 167–81. <sup>②</sup> Se asumen tipos de cambio nominal estables; véase D. Mihaljek y M. Klau: "Catching-up and inflation in transition economies: the Balassa-Samuelson effect revisited", *BIS Working Papers*, nº 270, diciembre de 2008. <sup>③</sup> M. Brzoza-Brzezina, T. Chmielewski y J. Niedŷwiedzińska, "Substitution between domestic and foreign currency loans in Central Europe. Do central banks matter?"; *ECB Working Paper Series*, nº 1187, mayo de 2010, muestra que la deuda en moneda extranjera responde a las tasas de interés de Eslovaquia, Hungría, Polonia y la República Checa.