

Aspectos más destacados de las estadísticas internacionales del BPI

El BPI, en colaboración con 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 cuarto trimestre de 2010, mientras que para los mercados internacionales de títulos de deuda y de derivados se utilizan datos del primer trimestre de 2011. En lo que respecta al mercado extrabursátil de derivados, hay estadísticas disponibles hasta finales de 2010. En este capítulo se incluyen además tres recuadros. El primero proporciona detalles sobre rupturas en las series debido a transferencias de activos a «bancos malos» en algunos países. El segundo presenta datos sobre la estructura de vencimientos de la deuda soberana de las EME. El tercero, por último, analiza las implicaciones estadísticas de la compensación centralizada de derivados extrabursátiles.

El mercado bancario internacional en el cuarto trimestre de 2010¹

La cifra agregada de activos transfronterizos reconocida por los bancos que respondieron a la encuesta del BPI se redujo en el cuarto trimestre de 2010, principalmente como resultado de una caída significativa en los préstamos concedidos a residentes en la zona del euro. En cambio, los activos transfronterizos de los bancos declarantes frente a residentes en las economías de mercado emergentes (EME) aumentaron por séptimo trimestre consecutivo. Los datos de las estadísticas consolidadas del BPI sugieren que la mayor parte del crecimiento en los volúmenes de activos internacionales frente a residentes en EME que se ha producido durante los últimos dos años puede atribuirse a un incremento en los préstamos concedidos a corto plazo.

¹ Las consultas relacionadas con las estadísticas bancarias deben dirigirse a Stefan Avdjiev.

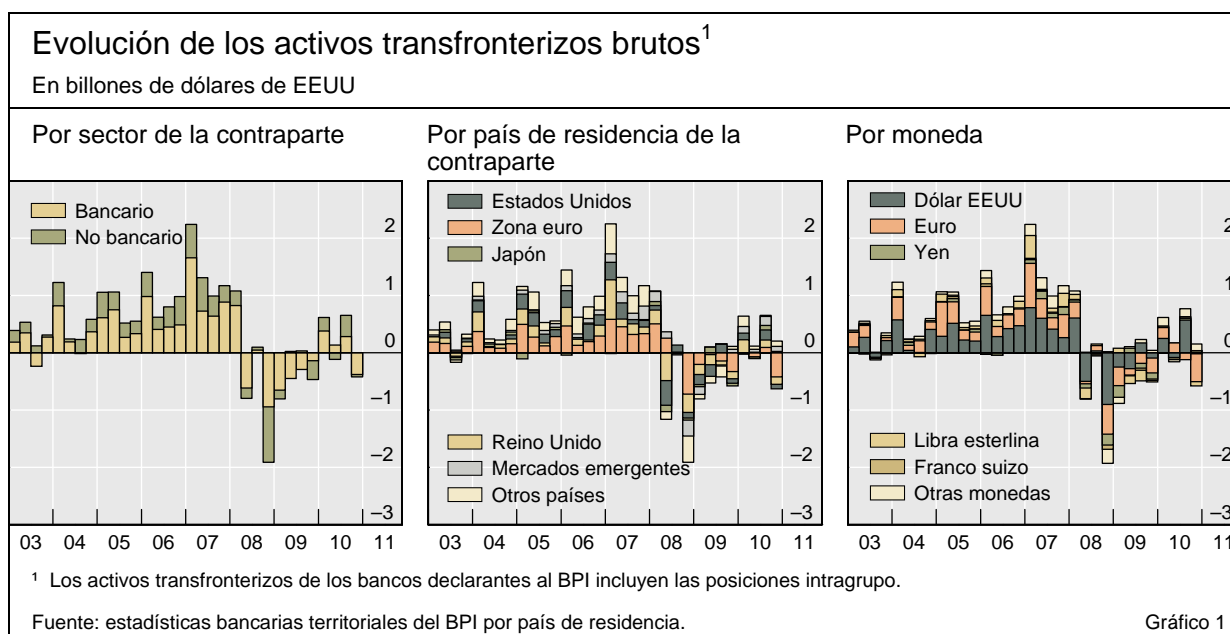
Reducción del crédito transfronterizo mundial²

La cifra agregada de activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI disminuyó en el cuarto trimestre de 2010. La mayor parte de la contracción por valor de 423 000 millones de dólares (1,4%) respondió a la caída de 378 000 millones (1,9%) en el préstamo interbancario (Gráfico 1, panel izquierdo), correspondiendo el resto de la disminución al retroceso por valor de 45 000 millones de dólares (0,4%) de los activos frente a entidades no bancarias.

Los bancos declararon una disminución en sus activos transfronterizos frente a la mayor parte de las economías avanzadas (Gráfico 1, panel central). El préstamo a residentes en la zona del euro registró la mayor contracción (en 422 000 millones de dólares o 4,0%). Casi la mitad (208 000 millones) de esa cifra se debió a una caída en los activos transfronterizos dentro de la zona del euro. También cayó el crédito transfronterizo a residentes en el Reino Unido y Estados Unidos, en 126 000 millones de dólares (2,5%) y 80 000 millones (1,5%), respectivamente. En cambio, los activos frente a residentes en Japón aumentaron en 23 000 millones de dólares (3,0%).

La composición por divisas de los flujos de crédito transfronterizo en el cuarto trimestre refleja en gran medida el desglose por lugar de residencia de la contraparte (Gráfico 1, panel derecho). Es decir, los activos denominados en euros fueron los que más disminuyeron (en 490 000 millones de dólares o 4,3%). Casi tres cuartas partes de esa disminución se explica por la reducción de 359 000 millones de dólares en los activos transfronterizos denominados en euros frente a residentes en la zona del euro. Los activos denominados en libras esterlinas y dólares estadounidenses también disminuyeron, en 71 000 millones

Disminuye el crédito transfronterizo a economías avanzadas ...



² El análisis realizado en este subapartado y el siguiente se basa en las estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia. En este conjunto de datos, acreedores y deudores se clasifican por lugar de residencia (al igual que ocurre en las estadísticas de la balanza de pagos) y no por nacionalidad. Todos los flujos de activos transfronterizos declarados se han ajustado en función de variaciones del tipo de cambio y rupturas en las series.

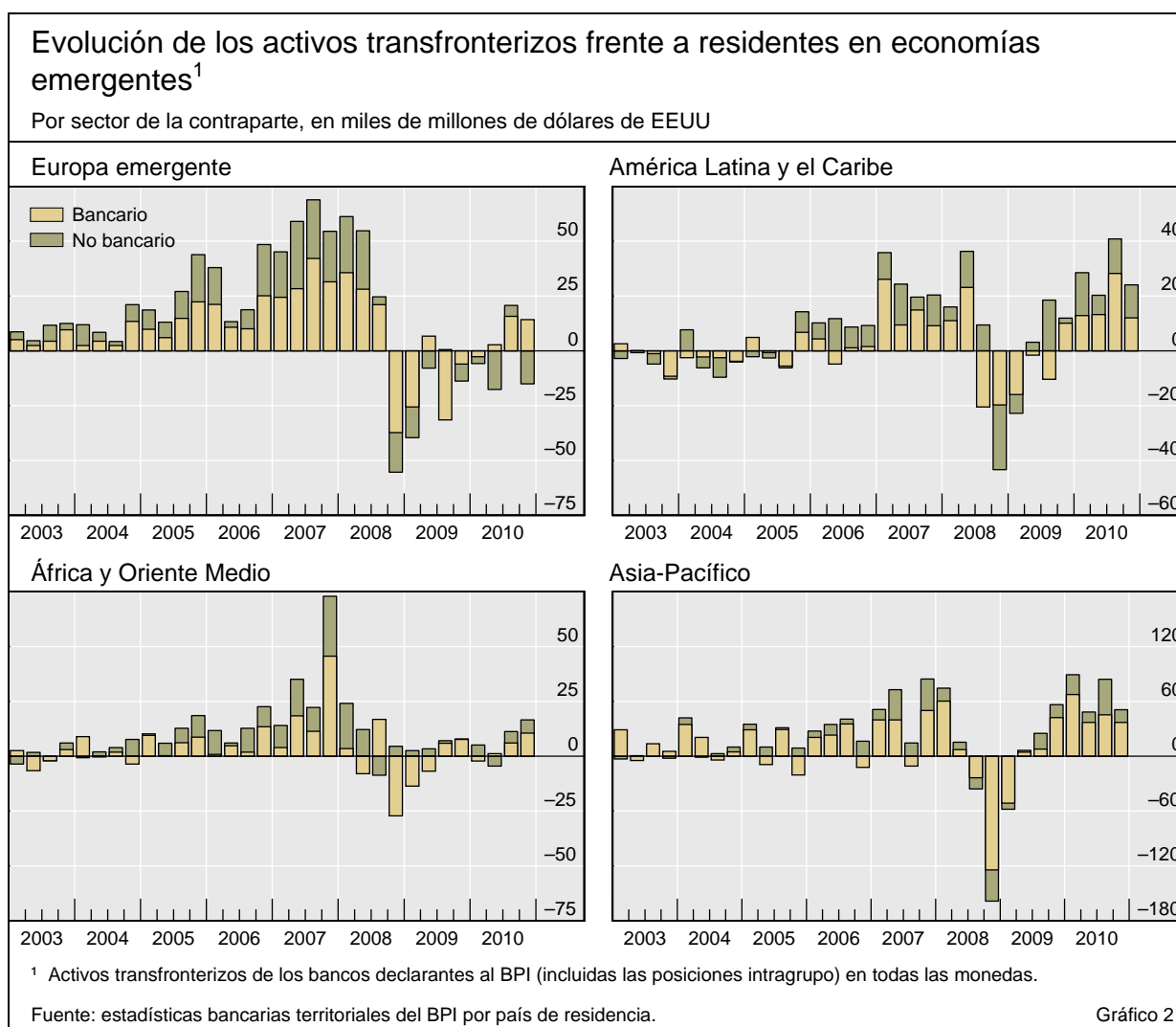
de dólares (4,2%) y 17 000 millones (0,1%), respectivamente, mientras que los activos denominados en yenes aumentaron (en 31 000 millones de dólares o 2,6%) por cuarto trimestre consecutivo.

Crecimiento continuado de los activos transfronterizos frente a economías emergentes

... mientras sigue creciendo el concedido a economías emergentes

Los bancos declarantes al BPI incrementaron sus activos transfronterizos frente a residentes en EME por séptimo trimestre consecutivo (véase el Gráfico 2). El aumento por valor de 91 000 millones de dólares (3,3%) fue el resultado de crecimientos de 74 000 millones de dólares (5,2%) en los activos interbancarios y 17 000 millones (1,2%) en los activos frente a entidades no bancarias. Los activos transfronterizos aumentaron en todas las regiones en desarrollo excepto en los países emergentes de Europa, donde se redujeron por octava vez en los últimos nueve trimestres.

Los préstamos transfronterizos a países de la región Asia-Pacífico siguieron creciendo (Gráfico 2, panel inferior derecho). Una vez más, la mayor parte de dichos préstamos fluyó hacia China, aumentando los activos frente a sus residentes en 46 000 millones de dólares (16%). Los bancos también declararon incrementos significativos en sus activos frente a la India (9 700 millones de



dólares o 5,5%) y Tailandia (6 000 millones de dólares o 18%). En cambio los activos frente a Corea disminuyeron en 20 000 millones de dólares (9,0%).

Las posiciones acreedoras transfronterizas frente a residentes en América Latina y el Caribe continuaron su tendencia expansiva (Gráfico 2, panel superior derecho). El aumento de 24 000 millones de dólares (4,8%) en el crédito concedido a la región se vio impulsado por un gran aumento en los activos frente a residentes en México (7 700 millones de dólares o 7,2%) y Brasil (7 600 millones de dólares o 3,2%). Los bancos también declararon crecimientos muy notables del préstamo transfronterizo a Colombia (3 000 millones de dólares o 24%) y Uruguay (2 200 millones o 69%).

Los activos transfronterizos frente a residentes en África y Oriente Medio registraron su mayor expansión desde el primer trimestre de 2008 (Gráfico 2, panel inferior izquierdo)³. El aumento total por valor de 17 000 millones de dólares (3,4%) se debió sobre todo al incremento de 11 000 millones (5,4%) en los activos interbancarios. El crédito transfronterizo a residentes de Qatar y Arabia Saudita fue el que más creció, aumentando en 6 200 millones de dólares (11%) y 4 500 millones de dólares (5,5%), respectivamente.

Los países emergentes de Europa fueron los únicos entre las regiones en desarrollo que experimentaron una disminución en los activos transfronterizos frente a residentes durante el periodo (Gráfico 2, panel superior izquierdo). Los activos frente a los bancos del área se incrementaron en 14 000 millones de dólares (3,6%), si bien ese crecimiento quedó con creces compensado por el retroceso por valor de 15 000 millones de dólares (4,0%) que se produjo en los activos frente al sector no bancario. El crédito transfronterizo a Hungría fue el que más se contrajo (13 000 millones de dólares o 15%). Los activos frente a residentes en Polonia también se redujeron considerablemente (4 900 millones de dólares o 3,8%). Además, los bancos declararon disminuciones en sus activos frente a los tres estados bálticos: Lituania (1 400 millones de dólares u 8,3%), Estonia (900 millones de dólares o 5,9%) y Letonia (400 millones de dólares o 2,4%). En cambio, Turquía vio cómo se incrementaba el crédito transfronterizo recibido en 11 000 millones de dólares (7,8%). Esta expansión de los activos, la quinta consecutiva y la mayor registrada, se produjo a pesar de que, durante este periodo, el banco central del país disminuyera las tasas de préstamos a un día en un intento por desincentivar mayores entradas de capitales y elevó al mismo tiempo los requerimientos de encaje, con el fin de lograr la desaceleración del crecimiento del crédito. Los bancos declarantes al BPI también vieron aumentar los activos transfronterizos frente a residentes en la República Checa (3 000 millones de dólares o 6,7%), Ucrania (2 200 millones de dólares o 9,3%) y Rumania (1 900 millones de dólares o 3,3%).

³ Nótese que los últimos datos disponibles sobre crédito transfronterizo concedido a residentes en África y Oriente Medio corresponden al cuarto trimestre de 2010, es decir, antes de que comenzara la inestabilidad sociopolítica en algunos países de la región.

Mayor importancia de los activos a corto plazo en el crédito bancario a EME⁴

El flujo de financiación constante hacia las economías de mercado emergentes que se ha estado produciendo durante los últimos dos años obviamente suscita ciertos interrogantes sobre qué proporción de estos flujos podría retirarse repentinamente. Huelga señalar que ningún conjunto de datos estadísticos recoge explícitamente la intención que mueve las acciones de los inversores. No obstante, el desglose por fecha de vencimiento de los activos internacionales de los bancos de que se dispone en las estadísticas bancarias consolidadas del BPI en base al prestatario inmediato⁵ proporciona información útil sobre el porcentaje de flujos de capital bancario hacia EME en un horizonte de inversión a corto plazo⁶.

El crédito a corto plazo explica el grueso del reciente crecimiento en los activos internacionales frente a EME

La mayor parte del crecimiento de los activos internacionales de los bancos declarantes al BPI frente a residentes en EME que se produjo entre el segundo trimestre de 2009 y finales de 2010 se explica por el aumento del crédito concedido a corto plazo. Aproximadamente 418 000 millones de dólares (o 79%) de la expansión total por valor de 527 000 millones pueden atribuirse a un aumento de activos con vencimiento inferior a un año. En términos relativos, ese grupo de activos representó aproximadamente un 49% del incremento del crédito internacional a mercados emergentes entre principios de 2006 y mediados de 2008.

El Gráfico 3 muestra el desglose de plazos de vencimiento relativos a las variaciones en el nivel de activos internacionales frente a las cuatro principales regiones emergentes⁷. Las variaciones de los activos a corto plazo fueron predominantes en Asia-Pacífico, donde supusieron aproximadamente un 84% del incremento total en los activos internacionales registrado durante los últimos siete trimestres para los cuales se dispone de datos. Ese grupo de activos también supuso una proporción notable de los respectivos aumentos del crédito internacional a residentes en África y Oriente Medio (71%) y América Latina y el

⁴ El análisis de este subapartado se basa en las estadísticas bancarias internacionales consolidadas en base al prestatario inmediato. En este conjunto de datos, las exposiciones de los bancos declarantes se clasifican conforme a la nacionalidad de los bancos (es decir, en función de dónde se encuentran ubicadas sus sedes) y no en base a la ubicación de la oficina donde estas se contabilizan.

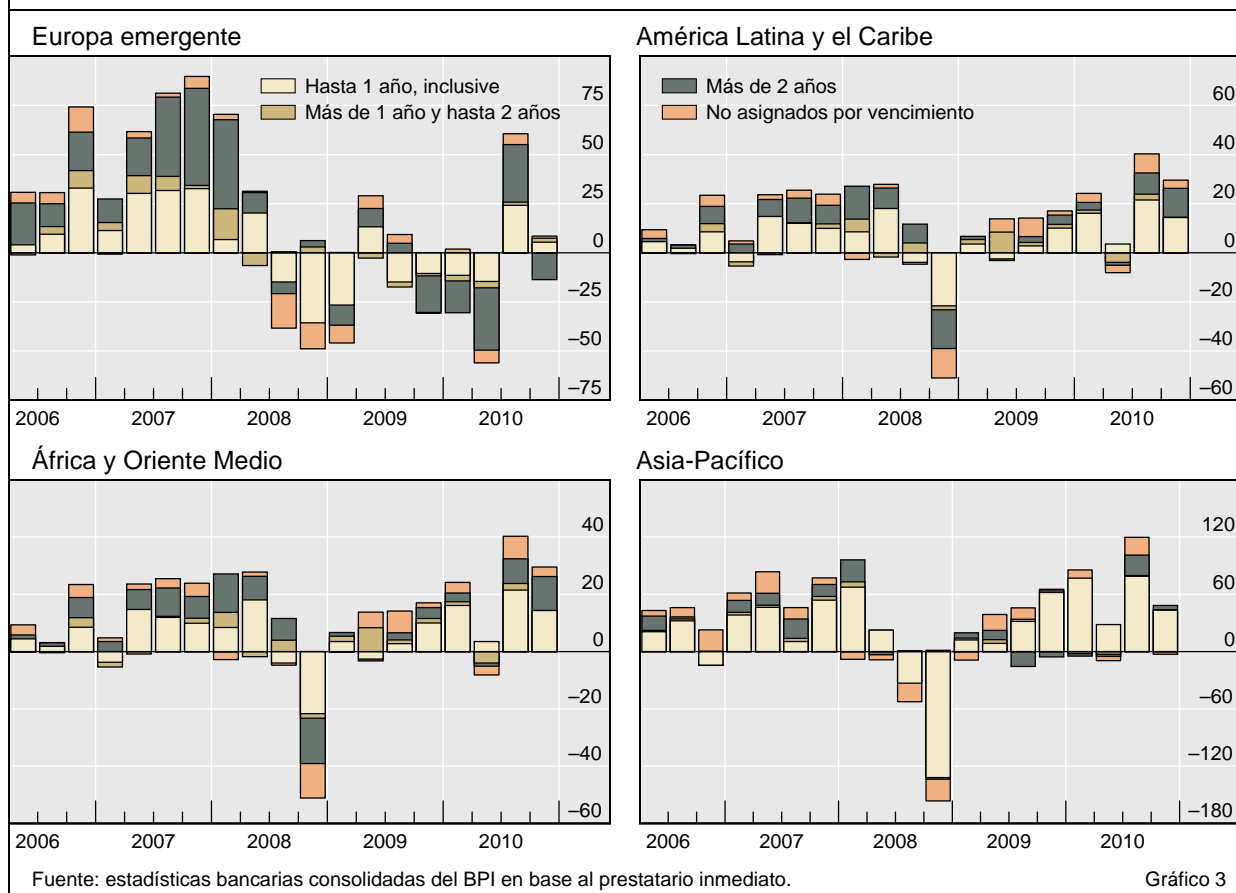
⁵ Los *activos internacionales* se componen de activos transfronterizos (es decir, activos frente a entidades ubicadas en un país distinto a aquel en que se encuentra la oficina del banco declarante) y activos locales (activos frente a entidades ubicadas en el país en que se encuentra la oficina del banco declarante) de filiales extranjeras (es decir, sucursales y delegaciones situadas fuera del país en que el banco tiene su sede) denominados en moneda extranjera (una moneda distinta a la oficial del país donde se encuentra la oficina del banco declarante). Los activos internacionales *no* incluyen las posiciones acreedoras frente a residentes del país en el que el banco declarante tiene su sede.

⁶ El desglose de plazos de vencimiento de los activos internacionales en las estadísticas bancarias consolidadas del BPI en base al prestatario inmediato se fundamenta en su *vencimiento residual* (es decir, el tiempo restante en el momento de la declaración hasta el vencimiento final de los activos).

⁷ Las estadísticas bancarias consolidadas del BPI no incluyen un desglose por monedas. En consecuencia, los cambios en el volumen en circulación de activos internacionales declarados anteriormente no se han ajustado en función de fluctuaciones del tipo de cambio.

Evolución de los activos internacionales frente a residentes en economías emergentes

Por vencimiento, en miles de millones de dólares de EEUU



Caribe (50%). En cambio el impacto de estos activos a corto plazo en las fluctuaciones del volumen total de activos internacionales frente a residentes en los países emergentes de Europa fue considerablemente menor.

Activos exteriores de los bancos declarantes al BPI frente a residentes en la zona del euro⁸

En un intento por proporcionar datos más completos sobre activos exteriores consolidados y otras exposiciones potenciales (en base al riesgo último) de los sistemas bancarios declarantes, el BPI ha decidido empezar a publicar un nuevo cuadro (Cuadro 9E) en el Anexo Estadístico⁹. El nuevo cuadro es una versión ampliada del Cuadro 1 de la página 16 de los «Aspectos más

⁸ El análisis de este subapartado se basa en las estadísticas bancarias internacionales consolidadas en base al riesgo último. En este conjunto de datos, las exposiciones de los bancos declarantes se clasifican conforme a la nacionalidad de los bancos (es decir, en función de dónde se encuentran ubicadas las sedes de los bancos) y no en base a la ubicación de la oficina donde estas se contabilizan. Además, la clasificación de las contrapartes tiene en cuenta las transferencias del riesgo entre países y sectores (véase el Recuadro de las páginas 14–15 del *Informe Trimestral del BPI* de marzo de 2011, donde puede consultarse un análisis más detallado y ejemplos de transferencias del riesgo).

⁹ Disponible en <http://www.bis.org/statistics/consstats.htm>

Disminuyen los activos exteriores consolidados ajustados en función del tipo de cambio frente a la zona del euro

destacados de las estadísticas internacionales del BPI» del *Informe Trimestral del BPI* de marzo de 2011. Más concretamente, contiene desgloses bilaterales sectoriales de los activos exteriores de los principales sistemas bancarios declarantes frente a residentes en una amplia gama de países. También proporciona información bilateral detallada sobre otras exposiciones potenciales frente al exterior de esos mismos sistemas bancarios declarantes.

El total de activos exteriores consolidados¹⁰ de los bancos declarantes al BPI frente a residentes en la zona del euro se situó en 7,6 billones de dólares a finales del cuarto trimestre de 2010. Según nuestras estimaciones, a tipos de cambio constantes¹¹, ese grupo de activos se redujo en 291 000 millones de dólares (3,5%) durante el trimestre¹². Los activos exteriores frente Alemania fueron los que registraron un retroceso más acusado (de 87 000 millones de dólares o 4,8%), sobre todo como resultado de considerables disminuciones en los activos frente a los sectores bancario y público del país (54 000 millones de dólares u 8,5% y 45 000 millones de dólares u 8,6% respectivamente).

A finales de 2010 obraba en poder de los bancos declarantes al BPI un total de 810 000 millones de dólares en activos exteriores consolidados frente a residentes en Grecia, Irlanda y Portugal, los tres países de la zona del euro que han recibido apoyo externo de la UE y del FMI. Nuestras estimaciones indican que, a tipos de cambio constantes, los activos exteriores frente a ese grupo de países se redujeron en 97 000 millones de dólares durante el cuarto trimestre (Gráfico 4).

La mayor parte de la contracción se debió a un declive de 83 000 millones de dólares (15%) en los activos exteriores frente a residentes en Irlanda. Los activos frente a los bancos del país fueron los que más cayeron (en 66 000 millones de dólares o 42%). Las entidades bancarias que operan a nivel internacional también declararon una reducción en sus activos exteriores frente a los sectores privado no bancario y público de Irlanda (14 000 millones de dólares o 3,7% y 2 600 millones de dólares o 10% respectivamente).

Los activos exteriores frente a Grecia y Portugal disminuyeron asimismo durante el periodo, aunque en mucha menor medida que en el caso de Irlanda. Prácticamente la mitad de la contracción por valor de 10 300 millones de dólares (6,0%) de los activos frente a residentes en Grecia se debió a una disminución de 5 000 millones (5,8%) en los activos exteriores de los bancos

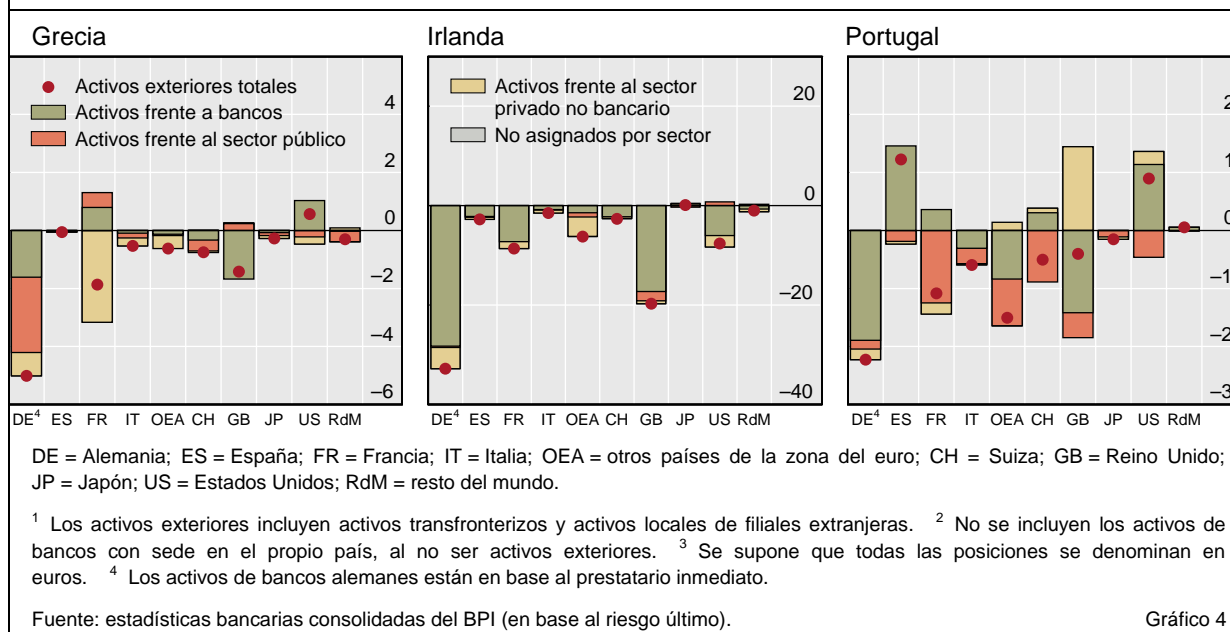
¹⁰ Los *activos exteriores* se componen de activos transfronterizos (es decir, activos frente a entidades situadas en un país distinto a aquel en que se encuentra la oficina del banco declarante de que se trate) y activos locales (activos frente a entidades ubicadas en el país en que se encuentra la oficina del banco declarante) de filiales extranjeras (es decir, sucursales y delegaciones ubicadas fuera del país en que el banco tiene su sede). Los activos internacionales *no* incluyen las posiciones acreedoras frente a residentes en el país en el que el banco declarante tiene su sede.

¹¹ Para ajustar en función de las fluctuaciones del tipo de cambio producidas durante el periodo, suponemos (si bien se trata de una suposición imperfecta) que todos los activos exteriores frente a residentes en la zona del euro están denominados en euros.

¹² Todas las cifras de flujos se han ajustado para incorporar rupturas en las series. Véase en el Recuadro 1 de la página 16 un análisis detallado de las rupturas más significativas en las series que tuvieron lugar durante el periodo.

Evolución estimada de los activos exteriores¹ frente a Grecia, Irlanda y Portugal durante T4 2010, por nacionalidad de los bancos²

A tipos de cambio constantes a finales de T4 2010³, en miles de millones de dólares de EEUU



declarantes frente al sector privado no bancario griego. En cambio, la reducción en 4 600 millones de dólares (9,3%) de los activos exteriores frente al sector público de Portugal fue el factor principal de la caída total valorada en 4 300 millones de dólares (1,9%) en los activos exteriores frente a este país.

Emisión de títulos de deuda internacionales en el primer trimestre de 2011¹³

La actividad en el mercado primario de títulos de deuda internacionales aumentó en el primer trimestre de 2011. La emisión bruta efectiva creció un 20% respecto al trimestre anterior, hasta los 2,13 billones de dólares (Gráfico 5, panel izquierdo), reflejo de un repunte estacional y de cierto aumento en la actividad del mercado subyacente debido a unas condiciones del mercado por lo general propicias¹⁴. Con unas amortizaciones algo superiores, la emisión neta se incrementó hasta los 487 000 millones de dólares, desde los 299 000 millones del trimestre anterior.

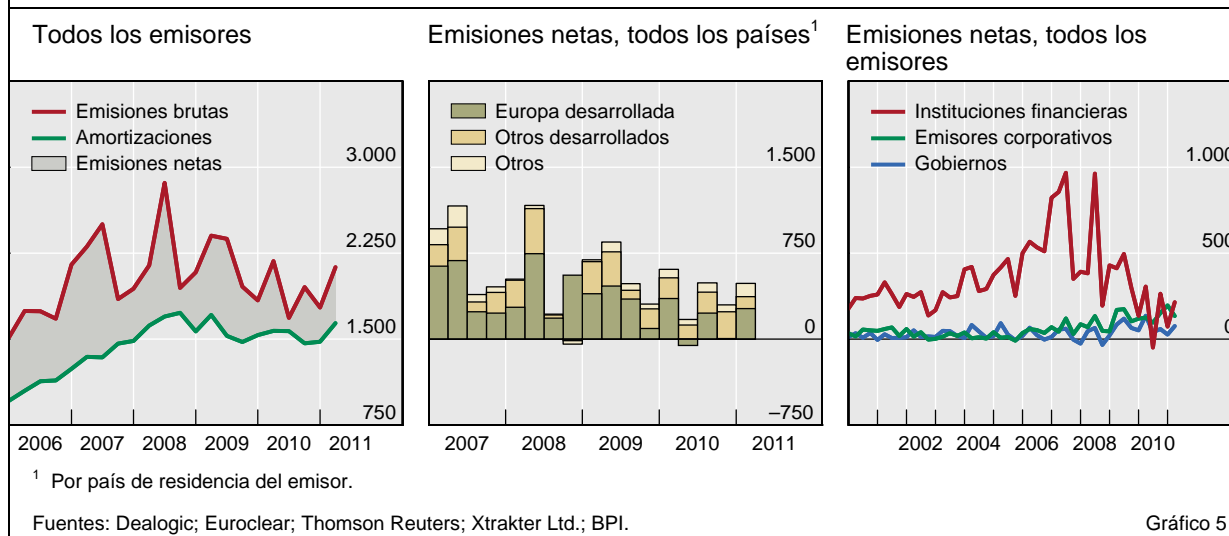
Aumenta la emisión de títulos de deuda internacionales...

¹³ Todas las consultas sobre estadísticas referentes a los mercados internacionales de títulos de deuda deben dirigirse a Andreas Schrimpf.

¹⁴ Véase J. Amato y J. Sobrun: «Seasonality in international bond and note issuance», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre 2005, pp. 36–9, donde puede encontrarse un análisis crítico de factores estacionales en los patrones de emisión de deuda. Tal y como apuntan los autores, la emisión por residentes en Europa, que representa una proporción significativa del total, es típicamente más fuerte en el primer trimestre del año. A efectos de comparación interanual, la emisión bruta efectiva en el primer trimestre de 2011 se redujo ligeramente (un 2%) respecto a la registrada en el primer trimestre del año anterior.

Emisión de títulos de deuda internacionales

En miles de millones de dólares de EEUU



... sobre todo por prestatarios de las economías avanzadas europeas

El aumento de actividad en el mercado se debió en gran medida al mayor endeudamiento de residentes en economías desarrolladas de Europa, donde la emisión neta se recuperó hasta situarse en los 265 000 millones de dólares (Gráfico 5, panel central). Esta cantidad es muy superior a los 4 000 millones colocados en el cuarto trimestre de 2010, pero aun así queda muy por debajo de los niveles registrados antes de la crisis financiera. La emisión neta por residentes en otras economías desarrolladas se contrajo hasta los 106 000 millones de dólares, frente a los 235 000 millones del trimestre anterior. Se observó un intenso endeudamiento neto en EME, cuyos residentes obtuvieron 51 000 millones de dólares, en cifra neta de amortizaciones. Las instituciones financieras internacionales apelaron al mercado para captar 62 000 millones de dólares, la mayor colocación jamás registrada en su caso.

Elevada emisión de las entidades financieras

Los emisores del sector financiero fueron los más activos en el primer trimestre de 2011, a los que se atribuye el grueso de la emisión neta (215 000 millones de dólares), seguidos de los emisores del segmento empresarial no financiero (135 000 millones de dólares) y los gobiernos (76 000 millones de dólares). Adoptando una perspectiva más a largo plazo, cabe decir que la emisión neta por parte de instituciones financieras parece haberse estabilizado tras la etapa de actividad emisora absolutamente deprimida y altamente volátil que siguió a la crisis financiera de 2007–08 (según se muestra en el Gráfico 5, panel derecho). La emisión neta de instituciones financieras con residencia en EME se ha recuperado notablemente tras los mínimos marcados durante la crisis y, con 21 000 millones de dólares en el primer trimestre de 2011, prácticamente ha recuperado el nivel de 23 000 millones de dólares inédito desde el cuarto trimestre de 2006.

Fuerte endeudamiento del sector empresarial no financiero

El fuerte endeudamiento del sector empresarial no financiero fue reflejo de las condiciones particularmente favorables en este segmento del mercado internacional de títulos de deuda (Gráfico 5, panel derecho). El incremento en la emisión de bonos por empresas fue especialmente significativo en Estados

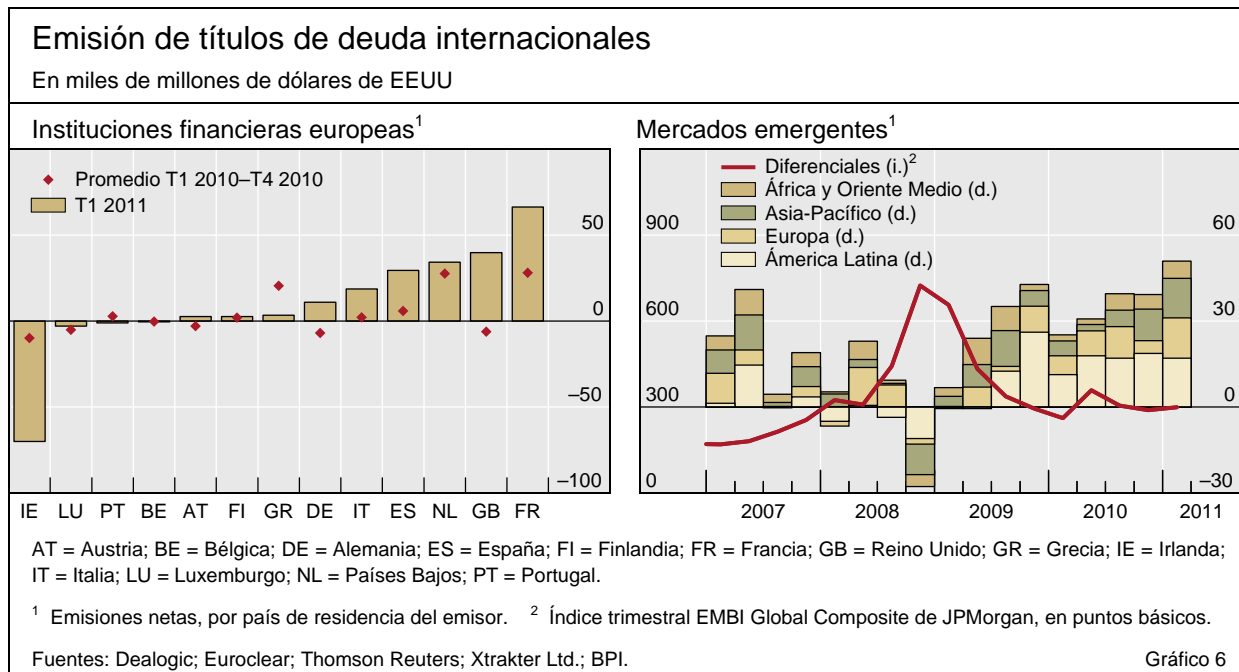
Unidos, donde la emisión neta del sector empresarial ha superado la de las instituciones financieras en casi todos los trimestres desde mediados de 2008.

Las instituciones financieras con sede en economías desarrolladas de Europa reforzaron su financiación con emisiones de deuda internacionales. La emisión bruta efectiva por dichas entidades aumentó un 28%, mientras que la emisión neta se situó en 171 000 millones de dólares (tras haberse registrado amortizaciones netas por 33 000 millones de dólares en el cuarto trimestre de 2010). Las instituciones financieras ubicadas en Francia captaron 66 000 millones de dólares, las del Reino Unido 40 000 millones y las de los Países Bajos 34 000 millones (Gráfico 6, panel izquierdo). Las entidades financieras de España (30 000 millones de dólares) e Italia (19 000 millones de dólares) respondieron a unas condiciones de mercado más favorables acudiendo más al mercado internacional de títulos de deuda en busca de fondos. El alto nivel de amortizaciones por instituciones financieras irlandesas (131 000 millones de dólares) compensó con creces la emisión bruta por valor de 61 000 millones, siendo el resultado neto unas amortizaciones por 70 000 millones de dólares, con lo que continúa la tendencia a las amortizaciones netas observada durante el año anterior. El sector financiero de Grecia recabó 3 000 millones de dólares, cifra muy inferior a la media de endeudamiento neto del año anterior.

Recuperación de la actividad emisora por las entidades financieras europeas

Los mercados de bonos cubiertos experimentaron una fuerte actividad emisora durante el primer trimestre de 2011. Se estima que la emisión neta alcanzó los 64 000 millones, el importe más alto registrado desde el cuarto trimestre de 2008. Ahora bien, hubo cierta dispersión en función del país: las entidades españolas, francesas e italianas captaron respectivamente 10 000, 26 000 y 18 000 millones de dólares, mientras que las alemanas registraron amortizaciones netas de bonos cubiertos por valor de 27 000 millones.

Trimestre de fuerte emisión de bonos cubiertos



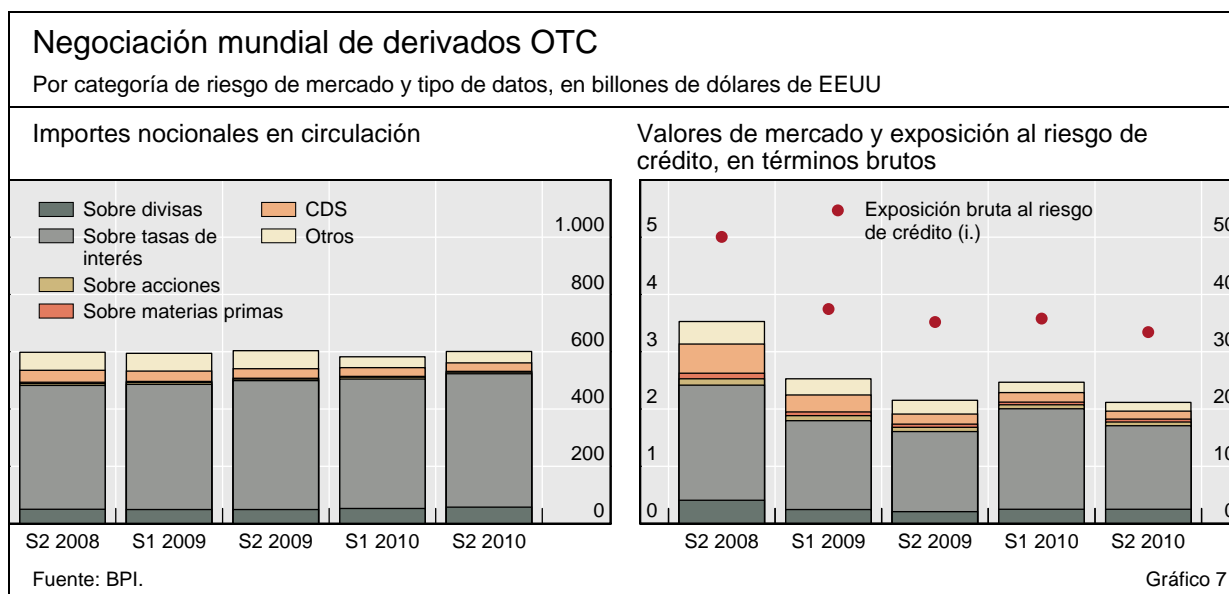
Continúa el endeudamiento de las economías emergentes

La emisión procedente de EME continuó relativamente robusta (Gráfico 6, panel derecho)¹⁵. Entre las regiones emergentes, la emisión neta más intensa en el primer trimestre de 2011 fue la realizada en América Latina y el Caribe (17 000 millones de dólares), liderada por los emisores mexicanos (5 000 millones) y venezolanos (3 000 millones). El endeudamiento de entidades de los países emergentes de Europa se incrementó notablemente, hasta los 14 000 millones de dólares, tras los meros 4 000 millones del trimestre anterior. La emisión neta en Asia-Pacífico ascendió a 14 000 millones de dólares en el primer trimestre de 2011, 3 000 millones más que en el trimestre anterior. En las regiones emergentes de Europa y Asia, los emisores de Rusia, Turquía y Corea fueron los que apelaron al mercado con mayor intensidad para obtener 4 000, 3 000 y 7 000 millones de dólares respectivamente.

Mercados de derivados extrabursátiles en el segundo semestre de 2010¹⁶

Las posiciones crecen ligeramente

Los importes nominales en circulación de derivados extrabursátiles (OTC) se incrementaron un 3% en la segunda mitad de 2010, alcanzando un nivel de 601 billones de dólares al cierre de diciembre (Gráfico 7, panel izquierdo). Gran parte de ese incremento fue consecuencia directa de la apreciación de las principales divisas frente al dólar estadounidense, la moneda en que se declaran los datos. El valor de mercado bruto de todos los contratos OTC cayó un 14% (panel derecho), principalmente como resultado de un retroceso del



¹⁵ La participación en el total de la emisión bruta de deuda internacional denominada en monedas distintas de las principales (es decir, no denominadas en dólares estadounidenses, euros, yenes o libras esterlinas) por residentes en economías de mercado emergentes ascendió al 14% en el primer trimestre de 2011. El endeudamiento en monedas no principales ha registrado una ligera tendencia al alza en los últimos trimestres pero, no obstante, está muy por debajo del máximo histórico del 26% registrado en el tercer trimestre de 2007.

¹⁶ Las consultas relativas a los mercados de derivados extrabursátiles (OTC) deben dirigirse a Nicholas Vause.

17% en el valor de mercado de los contratos sobre tasas de interés. Por último, el valor bruto de las exposiciones crediticias se contrajo un 7% hasta situarse en 3,3 billones de dólares, en comparación con el crecimiento del 2% en la primera mitad del año¹⁷.

En el segmento de las tasas de interés —la mayor categoría de riesgo del mercado extrabursátil (OTC) de derivados independientemente de la medida utilizada— los importes nominales en circulación aumentaron un 3% hasta los 465 billones de dólares, principalmente debido a efectos del tipo de cambio. Los contratos sobre tasas de interés en dólares cayeron un 8%, mientras que se incrementaron las posiciones en euros (10%), yenes (7%), francos suizos (10%) y coronas suecas (14%), aunque seguramente esta circunstancia es reflejo de la apreciación de esas monedas frente al dólar más que de un aumento real de la actividad. Entre las divisas principales, solo el segmento del dólar canadiense mostró una contracción. Las cantidades en circulación de contratos denominados en esa moneda se redujeron un 4% pese a la apreciación del 6% respecto del dólar estadounidense.

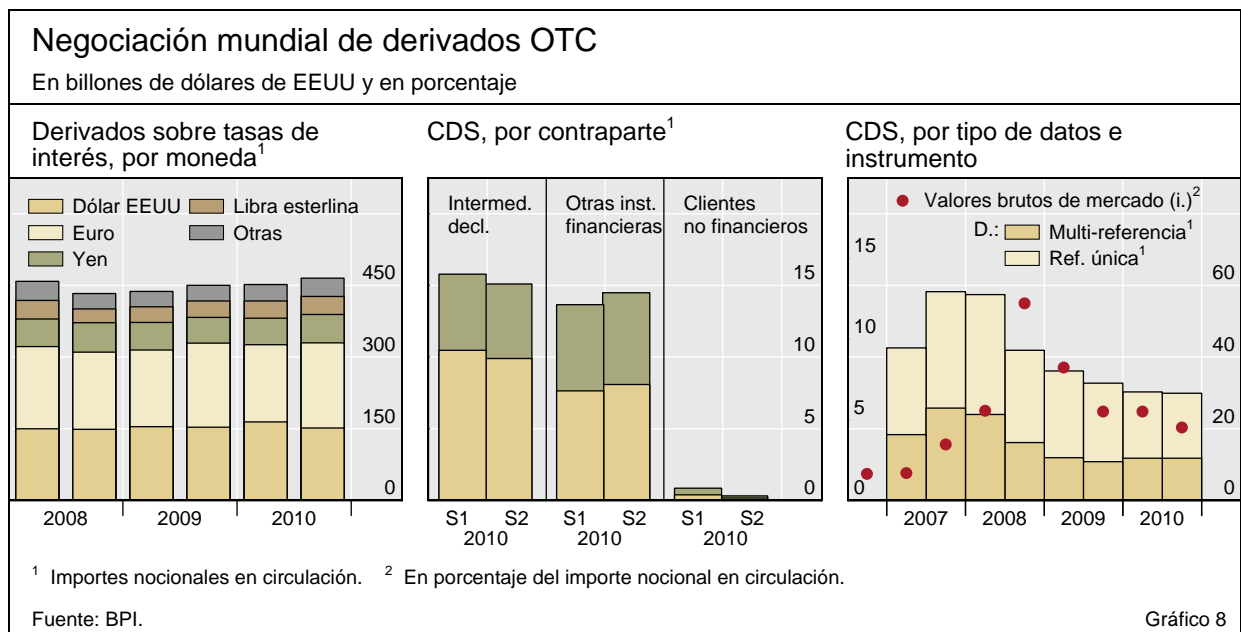
La depreciación del dólar enmascara la actividad débil en el segmento de las tasas de interés

Mercados de derivados extrabursátiles La intensa contratación en el segmento más a corto plazo del mercado de derivados sobre divisas impulsó el importe nominal total de esos contratos un 9%, hasta los 58 billones de dólares. El volumen en circulación de contratos con vencimientos de hasta un año aumentó un 13% y, en el caso de aquellos con vencimientos a más de cinco años, un 11%. En cambio, los importes en circulación correspondientes a vencimientos a medio plazo se redujeron un 6%.

Incremento de las posiciones con contratos sobre divisas a corto y largo plazo

Las posiciones en *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) permanecieron estables en la segunda mitad de 2010. A finales de año, los operadores declarantes contabilizaban contratos por un valor nominal total de

Importes en circulación estables en el mercado de CDS



¹⁷ La exposición crediticia bruta toma en consideración acuerdos de compensación bilaterales legalmente vinculantes. Se excluyen los contratos CDS para todos los países excepto Estados Unidos.

30 billones de dólares, aproximadamente el mismo que seis meses atrás. Los importes en circulación con una entidad de contrapartida central aumentaron, pasando de representar aproximadamente un 10% a finales de junio a situarse en el 15% a finales de diciembre de 2010 (véase Recuadro 3). Las posiciones con clientes no pertenecientes al sector financiero se desplomaron hasta situarse en 300 000 millones de dólares, tan solo un 1% del total. Este nivel contrasta con el máximo del 5% del total alcanzado a finales de diciembre de 2009 (Gráfico 8, panel derecho) y algo inferior al 3% a mediados de 2010.

El mercado de CDS soberanos se resistió a la tendencia a la baja de los importes nocionales y registró un aumento del 6% tras un incremento del 26% durante la primera mitad de 2010. Las posiciones en el segmento de CDS no soberanos se redujeron un 2% en la segunda mitad del año (tras un retroceso del 7% en el periodo anterior).

Mercado de derivados negociados en bolsa en el primer trimestre de 2011¹⁸

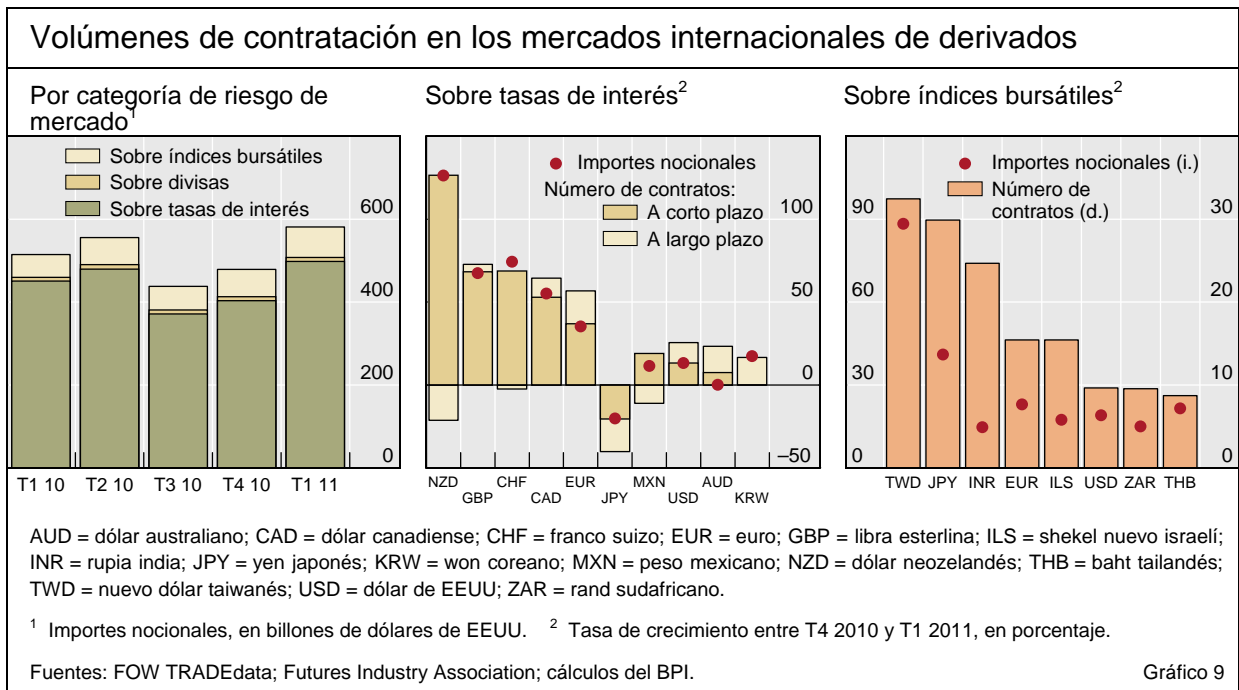
Mayor contratación e importes en circulación en opciones y futuros

La actividad en los mercados internacionales de opciones y futuros aumentó en el primer trimestre de 2011. El volumen de contratación medido por los importes nocionales se incrementó hasta los 581 billones de dólares, cifra un 21% superior a la alcanzada el trimestre anterior (Gráfico 9, panel izquierdo). Las cantidades en circulación, expresadas también en términos nocionales, aumentaron un 24% entre finales de diciembre de 2010 y finales de marzo de 2011. La actividad se intensificó en todos los segmentos del mercado excepto el de divisas.

La toma de posiciones apostando por una subida de las tasas de interés impulsó la contratación en libras esterlinas en el mercado monetario

La contratación en el segmento de tasas de interés creció un 23% hasta alcanzar los 498 billones de dólares. Esto respondió fundamentalmente a la intensa actividad registrada en la contratación de opciones y futuros sobre tasas de interés a corto plazo, cuyos volúmenes crecieron un 30% y un 23% respectivamente. Las operaciones con contratos sobre bonos también se incrementaron (15%). El aumento de la actividad afectó a todas las monedas principales salvo el yen japonés (Gráfico 9, panel central). Hubo incrementos particularmente reseñables en el segmento a corto plazo de la libra esterlina, donde la contratación de futuros se disparó un 57% y la de opciones un 113% a medida que los operadores fueron posicionándose ante la probabilidad variable de una subida de tasas de interés por parte del Banco de Inglaterra. En Japón, la probabilidad de un cambio en las tasas de interés se mantuvo baja durante todo el periodo, lo que explicaría la contracción del 20% de la contratación en los segmentos tanto de largo como de corto plazo del mercado de tasas de interés.

¹⁸ Las consultas referentes a derivados negociados en bolsa deben dirigirse a Christian Upper.



El volumen de operaciones en opciones y futuros sobre índices bursátiles creció de manera moderada en el primer trimestre de 2011. La contratación medida en importes nacionales creció un vigoroso 12%, aunque esa cifra sobreestima el incremento de la actividad subyacente. Si se mide en términos de número de contratos negociados, la contratación se incrementó tan solo un 4%. Ahora bien, hubo discrepancias notables entre las distintas regiones: las operaciones sobre índices bursátiles denominadas en yenes japoneses se incrementaron un 30% (número de contratos) y un 41% (importes nacionales) durante el trimestre en su conjunto (Gráfico 9, panel derecho). Gran parte del incremento se produjo tras el violento terremoto y tsunami que asoló la costa oriental japonesa el 11 de marzo. Las operaciones con contratos denominados en euros también repuntaron de forma significativa (número de contratos: 15%, importes nacionales: 23%). Se dio asimismo un considerable crecimiento de la contratación en toda una serie de mercados emergentes como Israel (15% y 17%), la India (25% y 15%), Tailandia (9% y 22%), Taipei Chino (32% y 88%) y Sudáfrica (10% y 15%).

La subida de las cotizaciones resulta en un aumento de la contratación en dólares sobre índices bursátiles

La actividad en el segmento de divisas de los mercados internacionales de derivados permaneció estable en torno a 10 billones de dólares en el primer trimestre de 2011, pero con considerables diferencias en función de la moneda. La contratación sobre el yen japonés aumentó un 29%. La mayor parte de este incremento se debió a operaciones a corto plazo; las posiciones abiertas tan solo aumentaron un 9%. El volumen de operaciones en opciones y futuros sobre la libra esterlina y el franco suizo creció un 20% en el caso de ambas monedas; en cambio, la contratación en reales brasileños (predominantemente negociados en mercados bursátiles) cayó un 17% y, la del euro, un 6%.

Volumen estable de contratación en opciones y futuros sobre divisas

La menor actividad en los mercados de China se reflejó en los mercados internacionales de materias primas en su conjunto durante el primer trimestre de 2011. La contratación a nivel mundial medida en número de contratos (los

Actividad más intensa en los contratos sobre materias primas, a excepción de China

importes nominales no están disponibles) de derivados sobre materias primas se contrajo un 20% al reducirse a la mitad el volumen de operaciones en los mercados chinos, en parte debido a que el tamaño de los contratos aumentó. Si se excluye China, el volumen de operaciones en derivados sobre materias primas aumentó un 14%, sin constatarse grandes diferencias en la evolución por tipo de materia prima.

Recuadro 1: Rupturas en las series registradas en las estadísticas bancarias internacionales del BPI en el cuarto trimestre de 2010

Stephan Binder

Una ruptura en las series hace referencia a un cambio en la metodología utilizada para realizar las declaraciones o en el universo de entidades declarantes durante un periodo determinado. Los bancos declarantes facilitan valores previos y posteriores a la ruptura para las cantidades de activos en circulación a finales de cada periodo en el que tales rupturas hayan tenido lugar^①. Las cantidades de activos al final del periodo publicadas por el BPI se basan en los últimos valores posteriores a la ruptura declarados. Las variaciones en los niveles de activos que se producen durante un periodo se ajustan en función de las rupturas sustrayendo la diferencia entre los valores posterior y previo a la ruptura de la diferencia entre los totales no ajustados de activos a finales del periodo actual y del anterior. Tales ajustes son fundamentales para establecer hasta qué punto los cambios en las cantidades de activos en circulación están relacionados con la marcha habitual de las actividades empresariales de las instituciones declarantes.

Las rupturas en las series tuvieron un significativo impacto en las estadísticas bancarias internacionales del BPI en el cuarto trimestre de 2010. Algunas de las rupturas más significativas fueron declaradas por los bancos alemanes e irlandeses. Una gran proporción de estas rupturas se produjo debido a las transferencias por parte de bancos declarantes al BPI a sociedades gestoras de activos («bancos malos»)^② de toda una serie de activos y otras potenciales exposiciones. Por lo general, esas sociedades gestoras de activos no declaran al BPI a efectos de las estadísticas bancarias internacionales que confecciona esta institución ya que no se consideran bancos. En consecuencia, las transferencias de activos de los bancos declarantes al BPI a estos bancos malos resultan en una disminución de las exposiciones externas declaradas en estas estadísticas, que no quedan registradas como variaciones en las cantidades sino como rupturas en las series. En el último trimestre de 2010 se produjeron rupturas significativas debidas a tales transferencias, tanto en las estadísticas bancarias consolidadas como territoriales que suministra el BPI.

En las estadísticas bancarias consolidadas del BPI, los bancos alemanes declararon una ruptura en la serie de -24 000 millones de dólares en activos exteriores en base al prestatario inmediato y de -18 000 millones en el caso de los activos exteriores en base al riesgo último. En las estadísticas territoriales del BPI, los bancos ubicados en Alemania declararon una ruptura de -112 000 millones de dólares en activos transfronterizos no consolidados. Gran parte de esta última ruptura se debió a la transferencia de activos transfronterizos intragrupo a la sociedad local gestora de activos «FMS Wertmanagement». Esas posiciones intragrupo quedan excluidas de las estadísticas bancarias consolidadas del BPI. Esto explica las diferencias en la magnitud de las rupturas registradas en las posiciones territoriales y consolidadas declaradas por Alemania.

Otra ruptura reseñable fue la declarada por Irlanda. La combinación de la reestructuración de un gran grupo bancario internacional y el cierre de las oficinas locales de un banco extranjero explica la ruptura de -174 000 millones de dólares en los activos exteriores consolidados de bancos irlandeses en base al prestatario inmediato y de -170 000 millones en sus activos exteriores consolidados en base al riesgo último^③. En las estadísticas territoriales del BPI, los bancos con sede en Irlanda declararon una ruptura de -140 000 millones de dólares en activos transfronterizos no consolidados.

Por último, en el caso de Francia, se produjo una ruptura significativa debido a un cambio en la metodología utilizada por el banco central para realizar las declaraciones. Un banco francés controlado por una entidad extranjera no financiera, cuyas cuentas son objeto de supervisión prudencial por las autoridades extranjeras competentes, fue reclasificado y pasó de considerarse un banco local consolidado a figurar como un banco extranjero no consolidado en los datos facilitados por Francia. Esta reclasificación no afectó a la cifra agregada de las estadísticas bancarias consolidadas del BPI. Ahora bien, sí generó una ruptura en la serie temporal de los bancos locales franceses por valor de -330 000 millones de dólares en activos exteriores en base al prestatario inmediato, y de -336 000 millones de dólares en activos exteriores en base al riesgo último.

^① Los listados históricos de rupturas en las series están disponibles en <http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm> para cada conjunto de datos. ^② Un «banco malo» es una institución financiera creada para asumir la titularidad de activos dudosos y otras exposiciones potenciales. ^③ Estas cifras corresponden a estimaciones preliminares; es muy probable que se revisen en el futuro.

Recuadro 2: Estructura de vencimientos de la deuda nacional de los gobiernos centrales de economías de mercado emergentes

Agustín Villar

El Comité sobre el Sistema Financiero Global (CSFG) ha recabado datos actualizados sobre la estructura de vencimientos de la deuda nacional en circulación de los gobiernos centrales de las economías de mercado emergentes (EME). Dichos datos muestran que el vencimiento medio de esta deuda ha permanecido estable en la mayoría de los países entre 2008 y 2010 (Cuadro A), si bien la crisis financiera mundial ha afectado profundamente a los mercados financieros a los que acudían los emisores, incluidos los soberanos. La distribución del vencimiento (residual) medio de las cantidades de deuda nacional de gobiernos centrales por países muestra que hay tres para los que el vencimiento medio es superior a 10 años, 10 países para los que el vencimiento medio se sitúa entre los cinco y los diez años y 10 países con vencimientos medios inferiores a cinco años.

Vencimiento de la deuda nacional en circulación de los gobiernos centrales¹

Media original y residual de vencimiento en años²

	2005		2008		2009		2010	
	En el momento de emisión	Restante hasta el vencimiento	En el momento de emisión	Restante hasta el vencimiento	En el momento de emisión	Restante hasta el vencimiento	En el momento de emisión	Restante hasta el vencimiento
América Latina	3,4	3,9	14,7	4,8	13,2	4,5	13,2	4,6
De los cuales:								
Argentina	1,1	12,0	17,9	10,5	16,2	10,0	16,2	9,5
Brasil	...	2,3	...	3,3	...	3,4	...	3,4
México	...	3,4	...	6,5	...	6,4	...	7,2
Asia, grandes economías	10,1	7,0	11,5	7,6	11,0	7,5	10,3	7,6
De las cuales:								
India	14,0	10,0	14,9	10,6	13,8	10,5	11,2	9,8
Corea	6,1	4,1	7,5	4,5	7,6	4,6	8,1	5,0
Asia, otros	8,0	5,5	7,6	4,4	7,0	4,0	7,2	4,0
De los cuales:								
Malasia	8,6	5,0	9,7	5,3	9,2	5,3	8,7	4,5
Europa Central	6,6	4,0	8,4	4,4	7,7	4,2	7,7	3,9
De los cuales:								
República Checa	8,6	5,7	9,3	5,8	9,6	5,9	9,4	3,4
Hungría	...	4,1	7,1	3,8	5,3	2,7	6,4	2,9
Polonia	6,2	3,6	8,6	4,2	7,9	4,1	7,5	4,3
Otros	7,3	4,3	8,0	4,1	8,5	4,5	9,3	5,1
De los cuales:								
Turquía	3,3	1,8	3,9	1,9	4,0	1,9	4,2	2,5
Sudáfrica	16,0	8,1	18,3	9,9	18,0	10,6	18,0	10,6
Total	8,2	5,0	10,0	5,4	9,7	5,2	9,5	5,4
<i>Pro memoria:</i>								
<i>Hong Kong RAE</i>	6,4	4,0	6,7	3,5	6,6	3,4	6,4	3,5
<i>Singapur</i>	6,2	3,6	7,0	3,6	6,2	3,2	6,3	3,3
<i>Países industriales</i>	10,4	5,9	11,0	5,0	10,4	5,1	10,5	5,3

¹ Este cuadro actualiza el Cuadro D4 en *CSFG Papers* n°28, junio 2007. Incluye bonos, pagarés e instrumentos del mercado monetario. Los totales regionales se basan en los países incluidos en la lista que contiene el Cuadro D4 y han sido ponderados en función de las correspondientes cantidades en circulación. ² Estas estimaciones deberían considerarse indicativas y pueden no ser estrictamente comparables entre países. Los datos detallados por países están disponibles en la página web del BPI (www.bis.org/statistics/secstats.htm).

Fuentes: CGFS Working Group Survey; BPI.

Cuadro A

Dos países que experimentaron un acortamiento significativo de los vencimientos fueron la República Checa y Hungría. En el primero, el vencimiento medio de la deuda pública nacional en circulación se redujo de 5,8 a 3,4 años entre 2008 y 2010; en el segundo, de 3,8 a 2,9 años en el mismo periodo. Tal circunstancia coincidió con significativos aumentos en la deuda pública bruta, que pasó del 30% al 40% del PIB en la República Checa y del 72% al 80% del PIB en Hungría[®].

La cantidad de deuda pública nacional en circulación en las EME aumentó hasta casi alcanzar los 4,3 billones de dólares a finales de 2010 (Cuadro B). Más de la mitad del incremento se produjo en 2009, un año excepcionalmente activo en lo que a emisión de deuda pública se refiere en Asia, América Latina y otras EME, al tratar los gobiernos de poner en práctica una política fiscal anticíclica. Pese a esta notable actividad gubernamental, la deuda pública nacional aumentó menos que el total de deuda nacional. Otros sectores de la economía, incluidos los bancos centrales a través de la emisión de instrumentos del mercado monetario, incrementaron la emisión incluso más que los gobiernos, cuya participación en el total de deuda nacional en circulación descendió hasta un 48,4% en 2010, frente al 51,5% en 2007. En Asia, el sector empresarial fue el más dinámico a la hora de endeudarse en los mercados nacionales de deuda.

Variaciones en el volumen de deuda nacional¹: todos los emisores

En miles de millones de dólares de EEUU

	2008	2009	2010	2010 Volúmenes	Crecimiento anual ²	
					Ajustado por tipo de cambio	A tipo de cambio actual ³
Asia	574,3	732,5	510,8	5 926,0	13,7	14,1
De los cuales: gob. central	123,2	328,8	192,6	2 384,0	11,9	12,2
América Latina	180,5	119,3	129,0	2 050,0	8,6	9,0
De los cuales: gob. central	53,7	98,4	34,6	1 203,4	6,8	8,6
Europa Central	25,2	39,6	25,3	352,6	9,7	4,8
De los cuales: gob. central	17,1	17,0	8,6	267,1	5,5	0,5
Otras EME	25,3	66,3	64,6	486,3	14,5	10,5
De las cuales: gob. central	21,3	59,8	56,3	412,3	14,8	9,5
Total	805,2	957,8	729,8	8 815,0	12,4	12,0
Del cual: gob. central	215,2	504,0	292,2	4 266,8	10,2	9,8

Este cuadro proporciona una actualización del Cuadro C3 en *CSFG Papers* n°28, junio 2007, e incluye instrumentos del mercado monetario. Los datos detallados por países están disponibles en la página web del BPI (www.bis.org/statistics/secstats.htm).

¹ Bonos, pagarés e instrumentos del mercado monetario emitidos por residentes y dirigidos a inversores residentes. Las variaciones en los volúmenes se han calculado en moneda local original por país y luego se han convertido a dólares de EEUU al tipo de cambio medio del trimestre, obteniéndose así variaciones netas que excluyen el efecto de los movimientos del dólar estadounidense sobre el volumen de deuda en circulación. ² Media aritmética de tasas de crecimiento 2008–10. ³ En dólares de EEUU.

Fuentes: datos nacionales; BPI.

Cuadro B

[®] FMI, *Monitor Fiscal*, «Cambio de velocidades: Cómo sortear los desafíos en el camino hacia el ajuste fiscal », abril 2011.

Recuadro 3: Compensación centralizada y estadísticas sobre derivados OTC

Nicholas Vause

La cantidad de derivados negociados en mercados extrabursátiles (OTC) cuya compensación se realiza de forma centralizada ha aumentado considerablemente en los últimos años (Gráfico A, panel izquierdo). Este hecho tiene consecuencias para la medición del tamaño del mercado de derivados OTC. En concreto, la compensación centralizada duplica el volumen en circulación de derivados OTC a los que se aplica. Esto se debe a que supone sustituir los contratos entre dos contrapartes A y B, por ejemplo, por un contrato entre A y una entidad de contrapartida central (ECC) y un segundo contrato entre B y la ECC¹. Además de estos efectos más bien automáticos, los contratos de compensación centralizada afectan también a los volúmenes en circulación debido al mayor alcance de las compensaciones multilaterales (neteo) y el impacto de los incentivos a los operadores. En este recuadro nos centramos en el impacto directo sobre las cantidades en circulación.

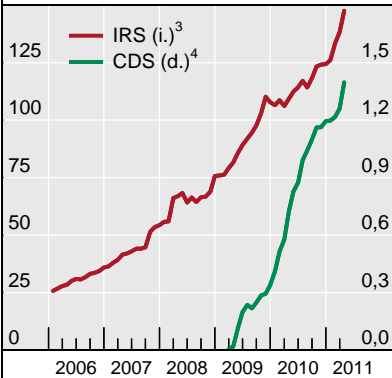
La compensación centralizada duplica el número de contratos pero no varía el volumen de riesgo subyacente que transfieren los derivados OTC. Si el objetivo es medir de modo cuantificable la transferencia de riesgo, entonces es adecuado dividir por la mitad los volúmenes de contratos en circulación en manos de las ECC. Sería también apropiado dividir por dos si se desea establecer el volumen o proporción de contratos en derivados OTC cuya compensación se ha centralizado.

No obstante, si lo que interesa es el riesgo de contraparte, la cifra a tener en cuenta es el volumen total de contratos de derivados en circulación, es decir, sin dividir por la mitad las cantidades compensadas en las ECC. Pese a que la intención es que las ECC estén expuestas a probabilidades de impago muy bajas, dicha probabilidad no es cero² y por tanto se hace necesario contabilizar todos los contratos en los que son contraparte, junto con todos los demás contratos, a la hora de evaluar el volumen total de riesgo de contraparte en los mercados de derivados OTC.

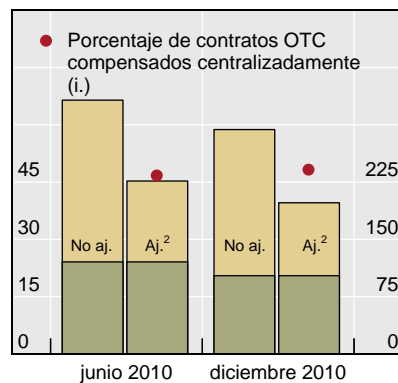
El gráfico que sigue a continuación muestra la importancia creciente de las ECC en los mercados de derivados OTC sobre tasas de interés y derivados crediticios, y el efecto sobre los volúmenes de contratos en estos mercados que puede resultar de dividir por la mitad las posiciones ECC.

Entidades de contrapartida central en los mercados de swaps de tasas de interés y swaps de incumplimiento crediticio

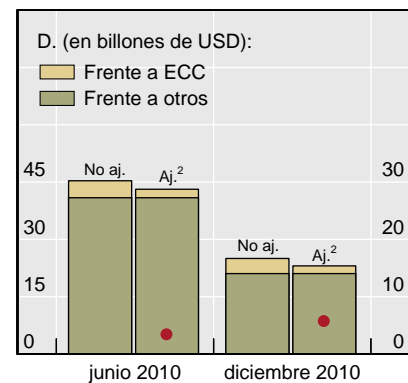
IRS y CDS^{1,2} compensados de forma centralizada



IRS de intermediarios declarantes



CDS de intermediarios declarantes



¹ Swaps de tasas de interés (IRS) y de incumplimiento crediticio (CDS); importes nominales en circulación, en billones de dólares de EEUU. ² El volumen de contratos de la ECC se divide por la mitad. ³ Estimación en base a los IRS compensados por SwapClear. ⁴ Estimación en base a los CDS compensados por ICE Trust e ICE Clear Europe. Adviértase que estos datos sobrestiman los volúmenes en circulación por el importe de los contratos que han finalizado durante el periodo.

Fuentes: IntercontinentalExchange; LCH.Clearnet; TriOptima; BPI.

Gráfico A

¹ Para una descripción más detallada de la mecánica que rige la actividad de una cámara de compensación, véase N. Vause (2010), «Riesgo de contraparte y volumen de contratos en el mercado de CDS», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre 2010. ² Para un estudio sobre el riesgo a que se enfrentan las ECC, véase D. Heller y N. Vause (2011): «Expansión de la compensación centralizada», en la presente edición del *Informe Trimestral del BPI*.