

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 primer trimestre de 2011, mientras que para los mercados internacionales de títulos de deuda y derivados se utilizan datos del segundo trimestre de 2011. El primero de los tres recuadros de este capítulo aborda la relación entre la categoría de «garantías concedidas» en las estadísticas bancarias consolidadas del BPI y el volumen de CDS vendidos por los bancos declarantes al BPI. El segundo analiza el empleo de cláusulas contractuales como medida de la asunción de riesgo en el mercado de préstamos sindicados. El tercero, por último, examina el respaldo, mediante aportación de garantías, del riesgo de crédito de contraparte en el mercado de derivados OTC.

El mercado bancario internacional en el primer trimestre de 2011¹

La cifra agregada de activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI aumentó en el *primer trimestre de 2011*, principalmente como resultado de un incremento significativo en los préstamos concedidos a residentes en Estados Unidos. Al mismo tiempo, los activos transfronterizos frente a residentes en las economías de mercado emergentes crecieron por octavo trimestre consecutivo. En cambio, la cifra agregada de activos exteriores ajustados en función del tipo de cambio frente a la zona del euro se redujo en 51 000 millones de dólares (0,7%). En marzo de 2011, la exposición de los bancos de la zona del euro al sector público estadounidense representaba una fracción de sus activos exteriores mucho menor que en el caso de las entidades bancarias del resto del mundo. La situación contraria se daba en los activos exteriores frente a los sectores públicos de Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España.

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

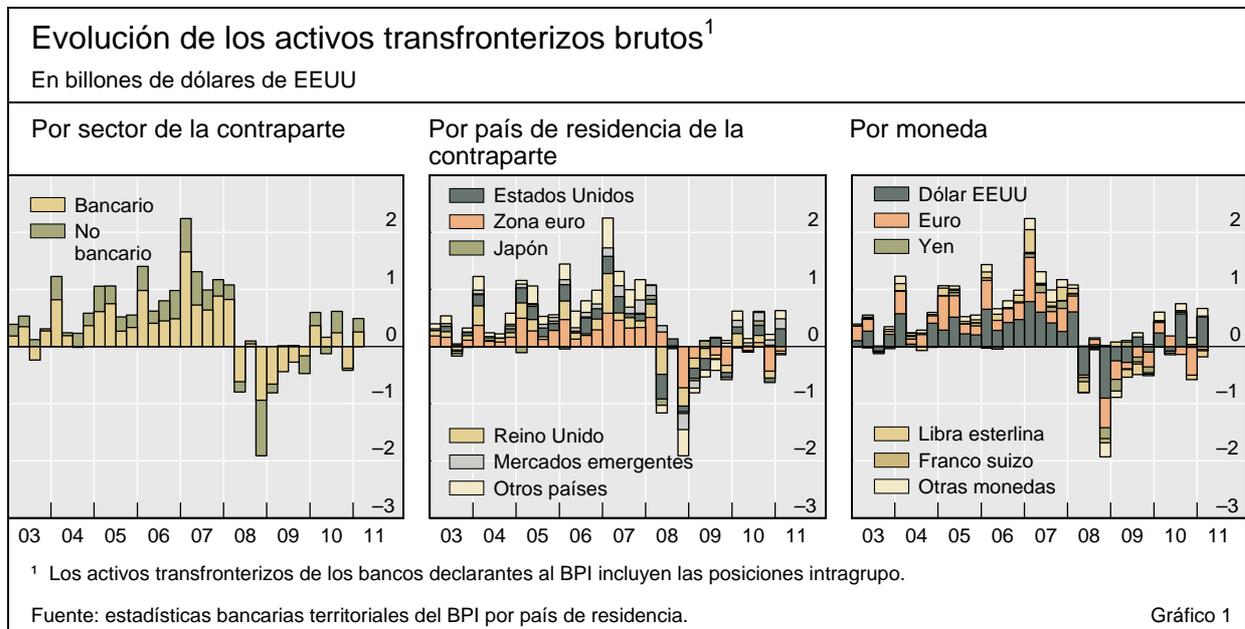
Aumento de la cifra agregada de activos transfronterizos²

La cifra agregada de activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI aumentó durante el primer trimestre de 2011 (Gráfico 1, panel izquierdo). Su ampliación, por importe de 491 000 millones de dólares (1,6%), obedeció en partes aproximadamente iguales al incremento de los activos interbancarios (254 000 millones de dólares o 1,3%) y del préstamo a entidades no bancarias (237 000 millones de dólares o 2,2%).

El crédito transfronterizo a Estados Unidos fue el que más creció (Gráfico 1, panel central). En términos absolutos, el aumento de 309.000 millones de dólares (5,9%) en los activos frente a residentes en el país fue el mayor jamás registrado. En cambio, los bancos declarantes al BPI redujeron sus posiciones acreedoras frente a la zona del euro (en 78 000 millones de dólares o 0,8%) y el Reino Unido (en 43 000 millones de euros o 0,9%), si bien en ambos casos la reducción fue significativamente inferior a la que registraron en el trimestre anterior. Al mismo tiempo, los activos frente a Japón se redujeron por vez primera en un año (en 20 000 millones de dólares o 2,5%) en el contexto del potente terremoto y tsunami que afectaron al país en marzo.

El aumento de la cifra agregada de activos transfronterizos en el trimestre obedeció en buena medida al sustancial incremento del crédito denominado en dólares estadounidenses (Gráfico 1, panel derecho). Los activos en dicha moneda crecieron en 521 000 millones de dólares (4,2%), por lo que el aumento total de los activos transfronterizos en dólares estadounidenses entre junio de 2010 y marzo de 2011 ascendió a 1,1 billones de dólares (9%). Aproximadamente el 60% (315 000 millones de dólares) del incremento en el

Aumentan los activos transfronterizos frente a Estados Unidos



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.

crédito en dólares estadounidenses registrado en el primer trimestre de 2011 se dirigió hacia residentes en Estados Unidos, y casi un 11% (56 000 millones de dólares) hacia economías de mercado emergentes. En cambio, los activos transfronterizos en libras esterlinas (-103 000 millones de dólares o -6,7%), euros (-52 000 millones de dólares o -0,5%) y yenes (-23 000 millones de dólares o -1,9%) disminuyeron en el trimestre.

Crecimiento de los activos transfronterizos frente a economías emergentes

Los bancos declarantes al BPI incrementaron sus activos transfronterizos frente a residentes en economías de mercado emergentes por octavo trimestre consecutivo. El crecimiento registrado de 178 000 millones de dólares (6,3%), el más elevado desde el cuarto trimestre de 2007, fue resultado del aumento de 147 000 millones de dólares (10%) en los activos interbancarios y 31 000 millones de dólares (2,3%) en los activos frente a entidades no bancarias. Los activos transfronterizos se incrementaron en las cuatro principales regiones en desarrollo.

El crédito a la
región Asia-
Pacífico...

Los activos transfronterizos frente a la región de Asia-Pacífico siguieron creciendo con intensidad (Gráfico 2, panel superior izquierdo). Casi dos tercios del inédito incremento de 126 000 millones de dólares (12%) registrado en el crédito a la región obedecieron a un aumento de los activos frente a China por importe de 80 000 millones de dólares (24%). Los bancos también declararon incrementos significativos en sus activos frente a Malasia (11 000 millones de dólares o 25%), la India (9 300 millones de dólares o 5%) y Corea (8 800 millones de dólares o 4,5%).

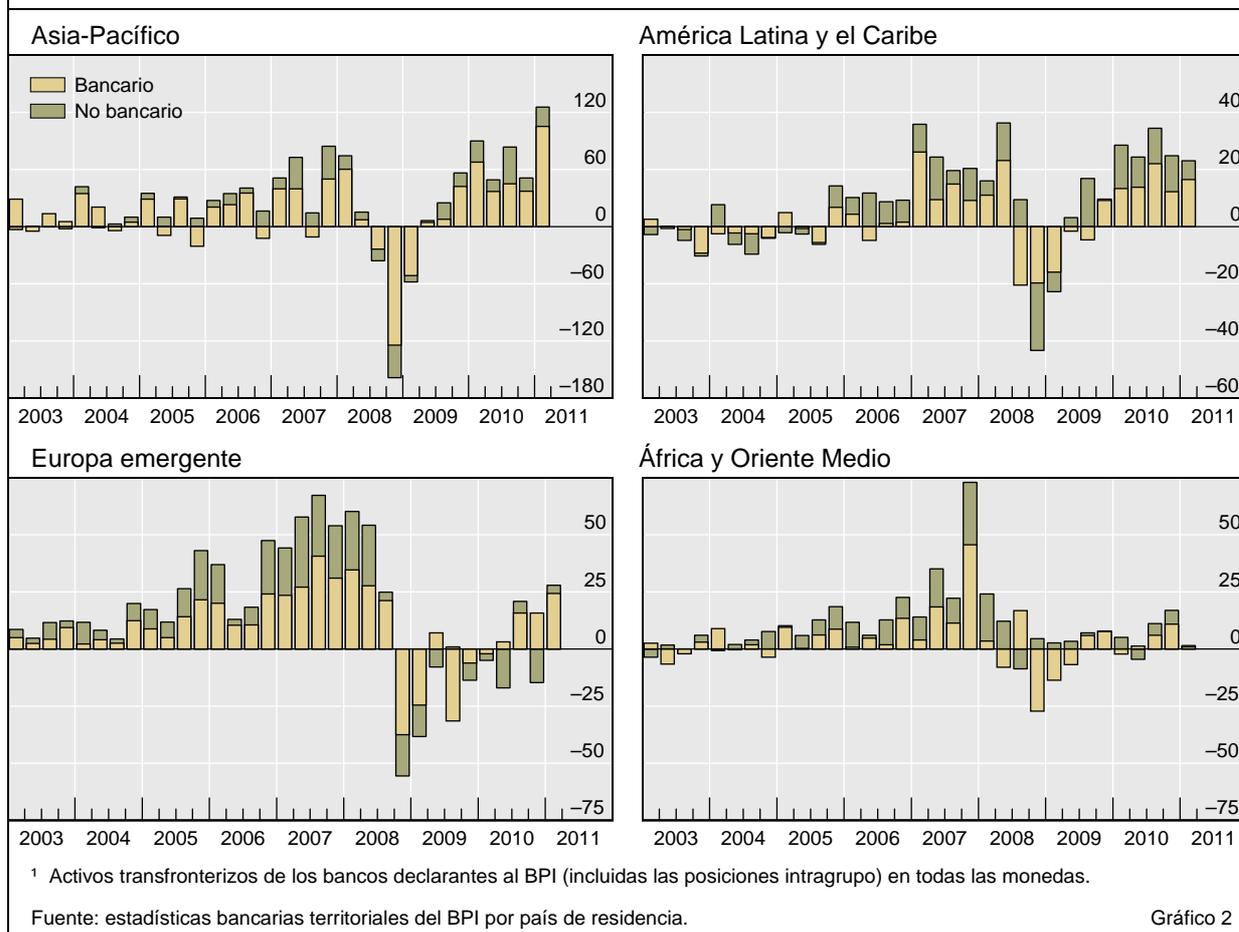
.. y a América
Latina y el Caribe
sigue creciendo

Las posiciones acreedoras transfronterizas frente a residentes en América Latina y el Caribe siguieron ampliándose (Gráfico 2, panel superior derecho). Más de la mitad del aumento de 23 000 millones de dólares (4,4%) registrado por el crédito a la región se debió al octavo incremento consecutivo de los activos frente a Brasil (13 000 millones de dólares o 5,3%). Los activos frente a México también crecieron significativamente (en 4 300 millones de dólares o 3,8%). En cambio, los activos frente a Uruguay se redujeron en 1 800 millones de dólares (34%).

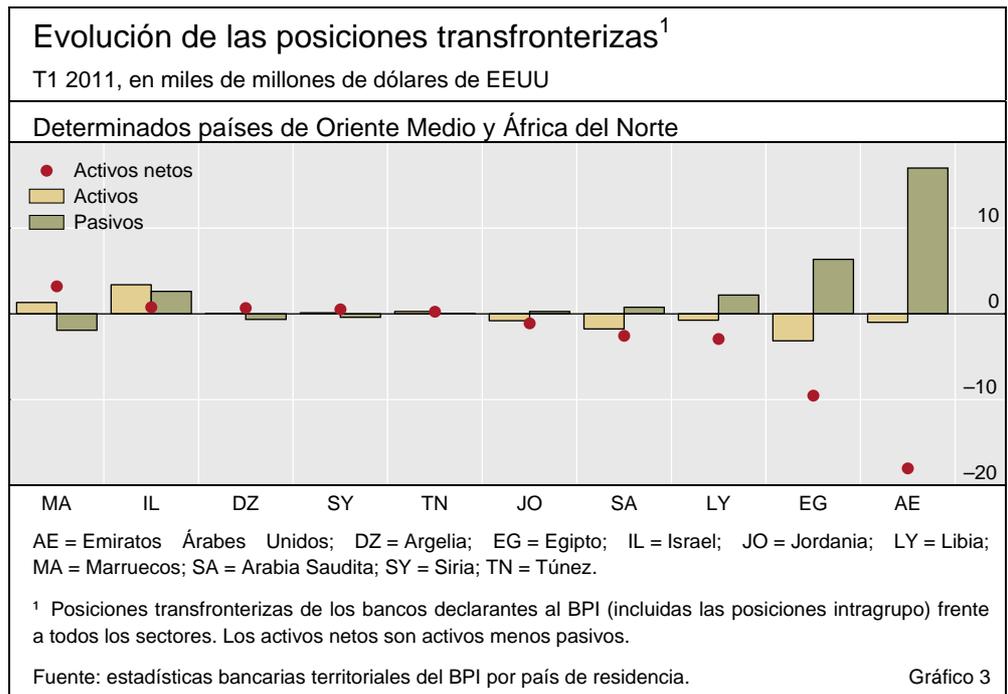
El crédito a los países emergentes de Europa aumentó durante el primer trimestre de 2011 (Gráfico 2, panel inferior izquierdo). El aumento total, de 28 000 millones de dólares (3,7%), obedeció en gran medida al incremento de 24 000 millones de dólares (6,1%) en los activos interbancarios. Los activos frente a residentes en Polonia sumaron 13 000 millones de dólares más (11%). El crédito transfronterizo a residentes en Turquía también aumentó de forma considerable (9 400 millones de dólares o 6,1%), pese a las medidas adoptadas por las autoridades locales para desalentar nuevas entradas de capital y reducir el crecimiento del crédito. Los activos frente a Hungría (3 100 millones de dólares o 4,2%), Rusia (2 000 millones de dólares o 1,4%) y Croacia (1 900 millones de dólares o 4,7%) también aumentaron visiblemente.

Evolución de los activos transfronterizos frente a residentes en economías emergentes¹

Por sector de la contraparte, en miles de millones de dólares de EEUU



Las posiciones acreedoras transfronterizas frente a residentes en África y Oriente Medio también se ampliaron, aunque mucho menos que en el caso de las otras tres regiones emergentes (Gráfico 2, panel inferior derecho). Con el trasfondo de la inestabilidad socio-política que se propagó por gran parte de la región en el primer trimestre de 2011, el crédito transfronterizo total aumentó ligeramente (en 1 500 millones de dólares o 0,3%). Esta variación agregada relativamente modesta de los activos enmascara una considerable disparidad por países (Gráfico 3, barras marrones). Por ejemplo, los activos frente a Egipto, envuelto en un levantamiento popular que provocó un cambio de régimen, disminuyeron en 3 200 millones de dólares (14%). Igualmente, los activos frente a Libia, donde se inició una guerra civil en el mismo periodo, se redujeron en 700 millones de dólares (37%). También disminuyó notablemente el crédito a Arabia Saudita (1 800 millones o 2%), Emiratos Árabes Unidos (1 000 millones o 1%) y Jordania (800 millones o 17%). En cambio, las entidades bancarias que operan a escala internacional declararon aumentos sustanciales de sus activos frente a Israel (3 400 millones o 17%) y Marruecos (1 300 millones de euros o 14%). Los activos frente a Túnez, que fue el primer país de la región en experimentar protestas generalizadas y un cambio de liderazgo político, también aumentaron (en 300 millones de dólares o 7,1%).



También se produjeron algunos sucesos reseñables en el flujo de pasivos de bancos declarantes al BPI contraídos frente a residentes en Oriente Medio y el África del Norte (Gráfico 3, barras verdes). Los bancos con actividad internacional declararon el mayor aumento de pasivos en un solo trimestre frente a residentes en Egipto (6 400 millones o 26%). Los pasivos frente a residentes en Libia también crecieron apreciablemente (en 2 200 millones de dólares o 3,7%). Estos datos muy posiblemente reflejaron la transferencia de fondos internos hacia el exterior de estos dos países en respuesta a los elevados niveles de incertidumbre política y económica³. Simultáneamente, en el contexto de un fuerte alza de los precios del petróleo, los bancos declararon un aumento en los pasivos frente a residentes en los Emiratos Árabes Unidos (17 000 millones de dólares o 23%), el mayor desde el cuarto trimestre de 2007. Los pasivos contraídos frente a residentes en Arabia Saudita también se incrementaron, pero en una cuantía mucho menor (800 millones de dólares o 0,5%).

³ Las sanciones financieras que numerosos países impusieron a Libia en el primer trimestre de 2011 también podrían haber afectado al flujo de pasivos de los bancos declarantes al BPI contraídos frente a residentes en ese país.

Reducción de los activos exteriores frente a la zona del euro ajustados por el tipo de cambio⁴

El total de activos exteriores *consolidados*⁵ de los bancos declarantes al BPI frente a residentes en la zona del euro se situó en 7,97 billones de dólares a finales del primer trimestre de 2011. Según nuestras estimaciones, a tipos de cambio constantes⁶, la cifra agregada de activos exteriores frente a la zona del euro disminuyó en 51 000 millones de dólares (0,7%) en el primer trimestre de 2011⁷. Esta caída agregada obedeció principalmente a un descenso de 69 000 millones de dólares (3,1%) en los activos interbancarios (Gráfico 4). En cambio, aumentaron los activos frente al sector público (en 21 000 millones de dólares o 1,4%), y apenas registraron cambios los mantenidos frente al sector privado no bancario. La magnitud de todas estas variaciones fue bastante leve comparada con la variabilidad histórica media de cada una de las series.

Descenso de los activos exteriores, ajustados por el tipo de cambio, frente a la zona del euro

Por países, los activos exteriores ajustados por el tipo de cambio frente a Francia fueron los que más se redujeron. La disminución total (33 000 millones de dólares o 2,7%) obedeció esencialmente al descenso de 31 000 millones de dólares (5%) en los activos interbancarios. Los activos exteriores frente a sus sectores público y privado no bancario también se contrajeron ligeramente (en 1 000 millones o 0,5% y en 500 millones de dólares o 0,1%). En el caso de Alemania, los activos exteriores frente al país también se redujeron durante el primer trimestre de 2011. Al igual que en Francia, la disminución total (15 000 millones de dólares o 0,9%) obedeció principalmente a una caída de 29 000 millones de dólares (5,4%) en los activos interbancarios. Los activos exteriores frente al sector privado no bancario alemán también retrocedieron, pero en cuantía mucho menor (500 millones de dólares o 0,1%). En cambio, los activos frente al sector público del país aumentaron en el trimestre en 15 000 millones de dólares (3,1%).

⁴ El análisis de este subapartado y del siguiente se basa en las estadísticas bancarias del BPI consolidadas con base en el riesgo último. En este conjunto de datos, las exposiciones de los bancos declarantes se clasifican atendiendo a la nacionalidad de los bancos (es decir, en función de dónde se ubican sus sedes) y no a la ubicación de la oficina donde aquéllas se contabilizan. Además, la clasificación de las contrapartes tiene en cuenta transferencias del riesgo entre países y sectores (véase el recuadro de las pp. 14–15 del *Informe Trimestral del BPI* de marzo de 2011 para un análisis más detallado y ejemplos de dichas transferencias).

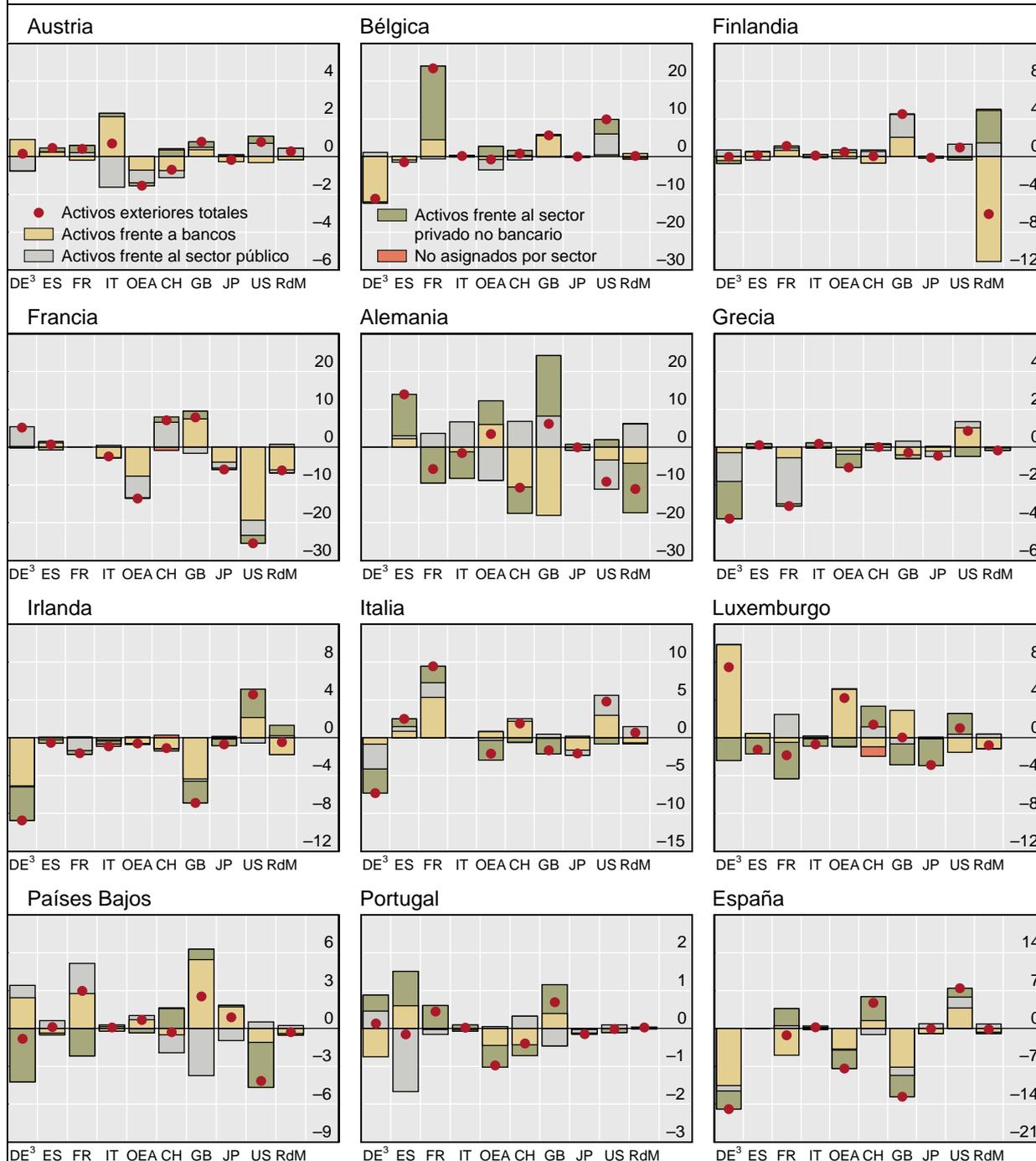
⁵ Los *activos exteriores* se componen de activos transfronterizos (es decir, de activos frente a entidades ubicadas en un país distinto a aquel en que se encuentra la oficina del banco declarante) y activos locales (activos frente a entidades ubicadas en el país donde se halla la oficina del banco declarante)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

⁶ 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.

⁷ Todas las cifras de flujos se han ajustado para incorporar rupturas en las series.

Evolución estimada de los activos exteriores frente a determinados países, T1 2011

Por nacionalidad de los bancos, a tipos de cambio constantes a finales de T1 2011², en miles de millones de dólares de EEUU



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

¹ Los activos exteriores incluyen activos transfronterizos y activos locales de filiales extranjeras. No se incluyen los activos de bancos con sede en el propio país, al no ser activos exteriores. ² Se supone que todas las posiciones se denominan en euros. ³ Los activos de bancos alemanes están en base al prestatario inmediato, excepto los activos frente al sector público griego, que están en base al riesgo último.

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

Gráfico 4

Los activos exteriores frente a España, Irlanda y Grecia también se contrajeron en el primer trimestre de 2011. La disminución total de los activos frente a España e Irlanda (24 000 millones de dólares o 3,4% y 17 000 millones de dólares o 3,7%, respectivamente) respondió principalmente a caídas en los activos interbancarios (23 000 millones de dólares o 10% y 11 000 millones de dólares o 13%, respectivamente). En cambio, la reducción de 7 700 millones de dólares (5,6%) en los activos exteriores frente a Grecia se debió básicamente a retrocesos en los activos frente a los sectores público y privado no bancario del país (4 100 millones de dólares u 8,8% y 3 200 millones de dólares o 3,9%, respectivamente).

Activos exteriores de los bancos declarantes al BPI frente a los sectores públicos de los países GIPE y de Estados Unidos

Los últimos acontecimientos fiscales en varias economías de la zona del euro (Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España; en lo sucesivo, GIPE) y en Estados Unidos han suscitado un interés por el porcentaje de las carteras exteriores de los principales sistemas bancarios invertido en los sectores públicos de esos países. Las estadísticas bancarias consolidadas conforme al criterio del riesgo último nos permiten cuantificar esos porcentajes (Gráfico 5, panel superior) y de seguir su evolución durante los últimos años (Gráfico 5, paneles medios e inferiores). Varios hechos destacan en este análisis.

En primer lugar, a finales del primer trimestre de 2011 se observaba un acusado patrón geográfico en las tenencias relativas de activos de los bancos declarantes al BPI frente a los sectores públicos de los países GIPE y de Estados Unidos (Gráfico 5, panel superior). En concreto, todos los sistemas bancarios con los mayores porcentajes de activos exteriores frente a sectores públicos de los GIPE pertenecían a la zona del euro (Alemania, Bélgica, Francia e Irlanda). Por el contrario, todos los sistemas bancarios con carteras exteriores fuertemente invertidas en el sector público estadounidense eran ajenos a la zona del euro (Canadá, Japón, Suiza y el Reino Unido). El hecho de que los bancos de la zona del euro tiendan a mantener más deuda del sector público de los países GIPE que los bancos del resto del mundo no es extraño, pudiéndose explicar por factores diversos tales como consideraciones de riesgo cambiario, mecanismos institucionales, requerimientos normativos y asimetrías informativas. Lo que sorprende más es que los bancos de la zona del euro tiendan a mantener porcentajes sustancialmente inferiores de activos exteriores frente al sector público estadounidense que las entidades bancarias del resto del mundo.

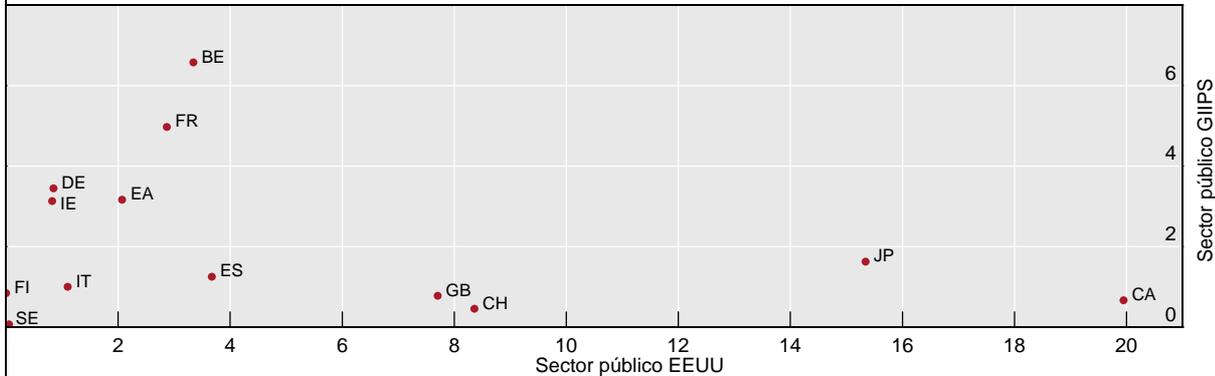
En segundo lugar, ningún sistema bancario importante tenía porcentajes sustanciales de sus carteras exteriores invertidos en ambos sectores públicos, estadounidense y de países GIPE (es decir, no había sistemas bancarios en el cuadrante superior derecho del panel superior del Gráfico 5). Por ejemplo, las bancas alemana, belga y francesa mantenían porcentajes relativamente elevados de sus carteras exteriores frente a los sectores públicos de los países GIPE (6,6%, 5% y 3,4%, respectivamente) pero su exposición al sector público estadounidense era significativamente menor (3,3%, 2,9% y 0,8%,

El porcentaje de las carteras exteriores de los bancos de la zona del euro invertido en los sectores públicos difiere de forma significativa de los de los bancos del resto del mundo

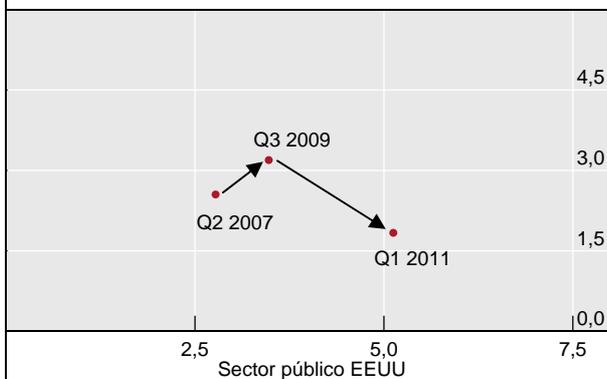
Activos exteriores consolidados frente a los sectores públicos de las países GIIPS¹ y EEUU

Por nacionalidad de los bancos, en porcentaje de los activos exteriores totales de los bancos

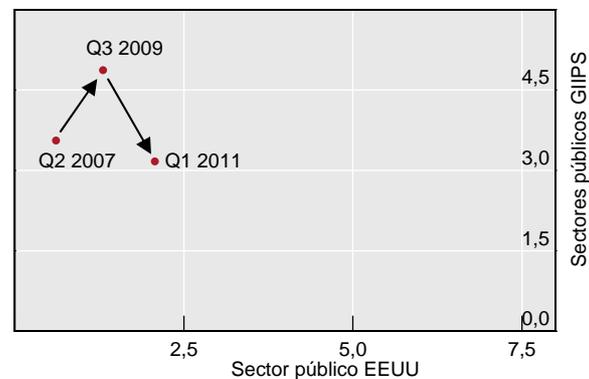
A T1 2011



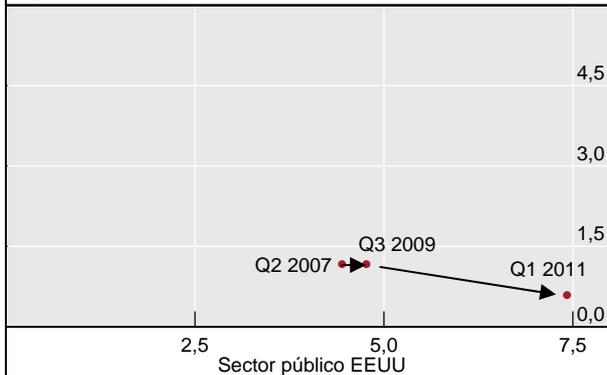
Todos los bancos declarantes



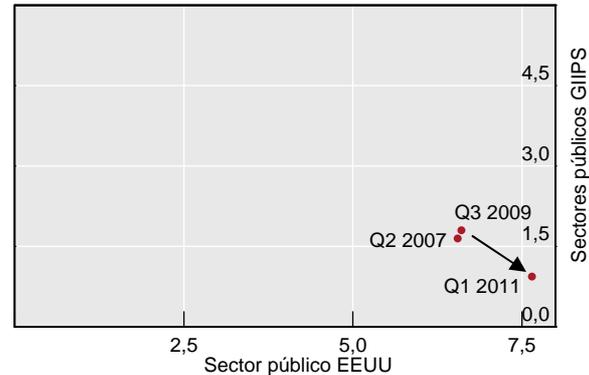
Bancos de la zona del euro



Bancos de países europeos no pertenecientes a la zona del euro



Bancos no europeos



BE = Bélgica; CA = Canadá; CH = Suiza; DE = Alemania; EA = zona del euro; ES = España; FI = Finlandia; FR = Francia; GB = Reino Unido; IE = Irlanda; IT = Italia; JP = Japón; SE = Suecia; US = Estados Unidos.

¹ GIIPS = Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España. No se incluyen los activos de bancos con sede en Irlanda, Italia y España frente al sector público del propio país, al no ser activos exteriores.

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

Gráfico 5

respectivamente). A la inversa, aunque la ponderación del sector público estadounidense en las carteras exteriores de la banca canadiense y japonesa era bastante elevada (20% y 15%, respectivamente), la exposición de estos dos sistemas bancarios a los sectores públicos de los países GIIPS era muy reducida (0,7% y 1,6%, respectivamente). La situación de los bancos suizos y británicos era similar.

En tercer lugar, la evolución de los porcentajes de las carteras exteriores de los bancos declarantes al BPI invertidos en los sectores públicos de Estados Unidos y de países GIIPE en los últimos cuatro años puede dividirse en dos periodos (Gráfico 5, panel central izquierdo). En el primero de ellos, comprendido entre el inicio de la crisis financiera mundial en el tercer trimestre de 2007 y el tercer trimestre de 2009, las entidades bancarias con actividad internacional elevaron la ponderación en sus carteras exteriores de los activos frente a los sectores públicos tanto de Estados Unidos como de países GIIPE (del 2,5% al 3,2% y del 2,8% al 3,5%, respectivamente)⁸. Estos aumentos formaron parte de un proceso de reajuste mundial de las carteras exteriores de los bancos declarantes al BPI en favor del sector público. El porcentaje representado por estos activos sobre los activos exteriores totales pasó del 14,5% al 18,5% en el mismo periodo. El segundo periodo se inicia en el cuarto trimestre de 2009, cuando comienzan a aparecer los primeros indicios serios de problemas fiscales en la zona del euro, y termina en el primer trimestre de 2011, el último para el que se dispone de datos. En este periodo, el porcentaje representado por el sector público estadounidense siguió aumentando (del 3,5% al 5,1%), al tiempo que disminuía el de los sectores públicos de países GIIPE (del 3,2% al 1,8%) hasta un nivel muy inferior al previo al inicio de la crisis financiera. En el mismo periodo volvió a aumentar la ponderación de los activos frente a los sectores públicos en las carteras exteriores de la banca mundial, aunque mucho menos que en el primer periodo (del 18,5% al 19,8%).

En cuarto lugar, los bancos de la zona del euro se adentraron en la crisis financiera con ponderaciones del sector público en sus carteras exteriores muy distintas a las de sus homólogos del resto del mundo. A mediados de 2007, el 3,6% de los activos exteriores totales de los bancos de la zona del euro estaba invertido en los sectores públicos de los países GIIPE y solo un 0,6% en el sector público estadounidense (Gráfico 5, panel central derecho). En cambio, los bancos europeos ajenos a la zona del euro (Gráfico 5, panel inferior izquierdo) y los bancos no europeos (Gráfico 5, panel inferior derecho) tenían invertidos porcentajes sustancialmente menores en los sectores públicos de los países GIIPE (1,2% y 1,7%, respectivamente) y significativamente mayores en el sector público estadounidense (4,4% y 6,6%, respectivamente).

Por último, las carteras exteriores invertidas en el sector público de los bancos de la zona del euro evolucionaron de forma distinta a como lo hicieron los bancos del resto del mundo en el primero de los dos periodos señalados, pero se movieron aproximadamente en la misma dirección durante el segundo (Gráfico 5, paneles central derecho e inferior). Entre finales del segundo trimestre de 2007 y finales del segundo trimestre de 2009, los bancos de la zona del euro elevaron considerablemente la ponderación en sus carteras exteriores de los sectores públicos de los países GIIPE (del 3,6% al 4,9%) y del sector público estadounidense (del 0,6% al 1,3%). En cambio, los

⁸ Aunque puede que algunas de las variaciones previamente reseñadas refleje parcialmente las fluctuaciones de los tipos de cambio registradas en el periodo, nuestras estimaciones indican, para una amplia gama de supuestos, que esas fluctuaciones no fueron el principal factor determinante de dichas variaciones.

porcentajes respectivos de los bancos europeos ajenos a la zona del euro y de los bancos no europeos variaron muy poco durante ese mismo periodo. En el segundo periodo, los tres grupos de bancos declararon descensos acusados en los porcentajes de sus respectivas carteras exteriores invertidos en sectores públicos de los GIPE, además de aumentos sustanciales de los porcentajes invertidos en el sector público estadounidense.

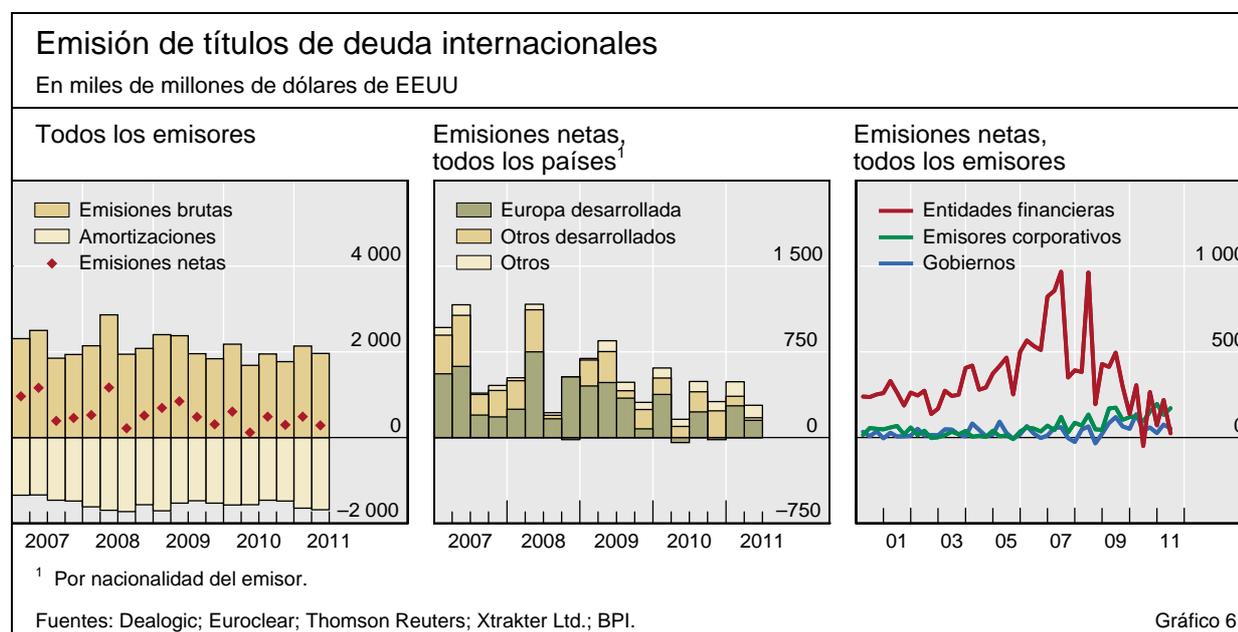
Emisión de títulos de deuda internacionales en el segundo trimestre de 2011⁹

Caída de la emisión en el mercado internacional de títulos de deuda...

La actividad en el mercado primario de títulos de deuda internacionales se redujo en el *segundo trimestre de 2011* (Gráfico 6, panel izquierdo). La emisión bruta efectiva en todo el mundo fue de 1,96 billones de dólares, un 8% inferior a la del trimestre anterior. Con unas amortizaciones estables, el resultado fue una reducción en la emisión neta, de 489 000 millones de dólares en el primer trimestre a 283 000 millones en el segundo.

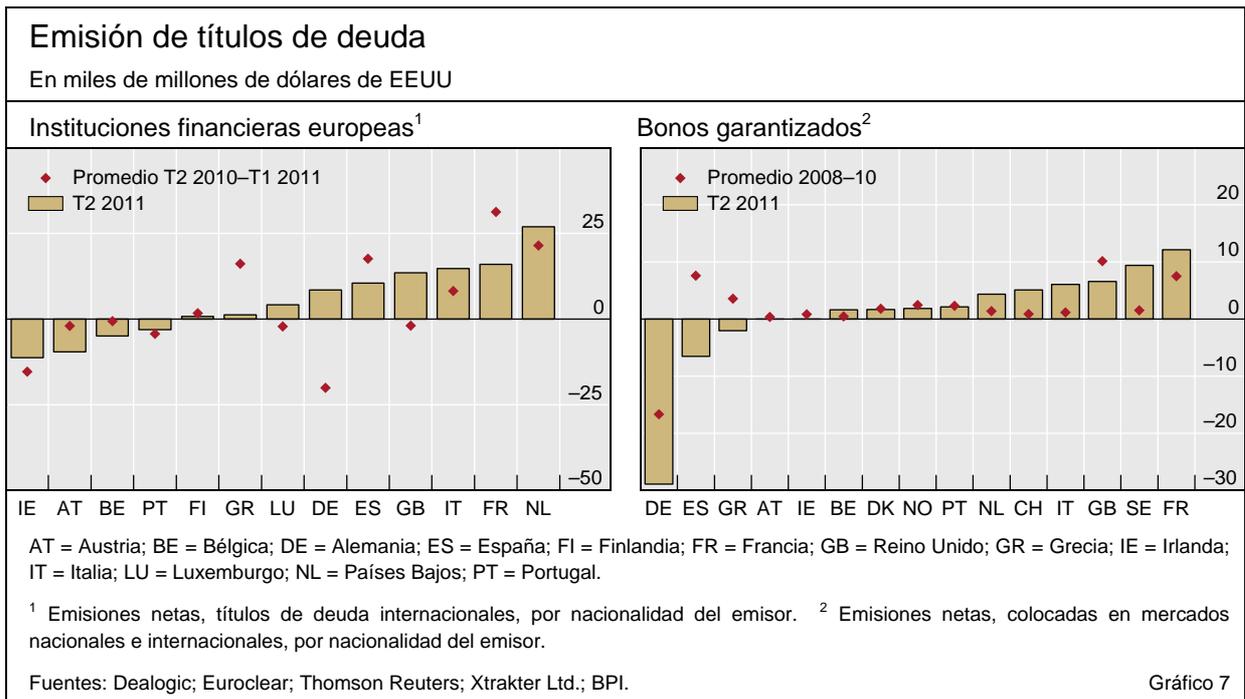
... principalmente por efecto de una menor emisión en Estados Unidos

El motivo principal de la menor emisión mundial fue la escasa actividad de los prestatarios de nacionalidad estadounidense, quienes únicamente captaron por esta vía 1 000 millones de dólares en el segundo trimestre de 2011, frente a un promedio trimestral de 142 000 millones en el periodo comprendido entre el primer trimestre de 2004 y el primero de 2011¹⁰. Los prestatarios de otros mercados desarrollados no europeos colocaron deuda por importe de



⁹ Todas las consultas sobre estadísticas referentes a los mercados internacionales de títulos de deuda deben dirigirse a Andreas Schrimpf.

¹⁰ Obsérvese, no obstante, que el mercado principal para los prestatarios estadounidenses es el mercado nacional de títulos de deuda, cuantitativamente mucho más importante que el segmento internacional del mercado analizado aquí. La emisión agregada de títulos de deuda estadounidenses en el mercado nacional aún mantenía su robustez en el primer trimestre de 2011 (fecha de la última cifra disponible de títulos de deuda nacionales en los datos del BPI), sostenida principalmente por la actividad del Gobierno y del sector empresarial (véase la variación de los importes en circulación en los Cuadros 16A y 16B del Anexo Estadístico).



22 000 millones de dólares, en términos netos. Esta cifra contrasta con la elevada emisión de entidades europeas, que apelaron al mercado para captar 151 000 millones de dólares, también en términos netos (justo algo más de la mitad del total mundial). Los emisores de economías de mercado emergentes, organismos internacionales y centros financieros extraterritoriales captaron por esta vía financiación neta por importe de 70 000 millones, 34 000 millones y 6 000 millones de dólares, respectivamente.

Continuando la tendencia iniciada a finales de 2008, la emisión de deuda por el sector empresarial no financiero superó al nuevo endeudamiento de las instituciones financieras. Las sociedades no financieras captaron financiación por valor de 172 000 millones de dólares descontadas amortizaciones, frente a una emisión de deuda por el sector financiero de 25 000 millones de dólares, el segundo menor volumen desde 2000. La escasa emisión de las instituciones financieras fue básicamente reflejo de las amortizaciones netas por entidades estadounidenses (114 000 millones de dólares) y del menor endeudamiento de las instituciones financieras europeas (81 000 millones de dólares, tras haber emitido deuda por importe de 187 000 millones en el primer trimestre). En Europa, las instituciones financieras francesas redujeron la emisión a 16 000 millones de dólares, frente a los 97 000 millones del primer trimestre. También disminuyó la actividad emisora de las instituciones financieras españolas, que captaron 11 000 millones de dólares en nuevas emisiones, frente a los 47 000 millones del trimestre anterior. El endeudamiento contraído por instituciones financieras neerlandesas se mantuvo elevado, en 27 000 millones de dólares (Gráfico 7, panel izquierdo). Sus homólogas de Irlanda y Austria devolvieron fondos en términos netos, con sendas amortizaciones de 11 000 millones y 10 000 millones de dólares.

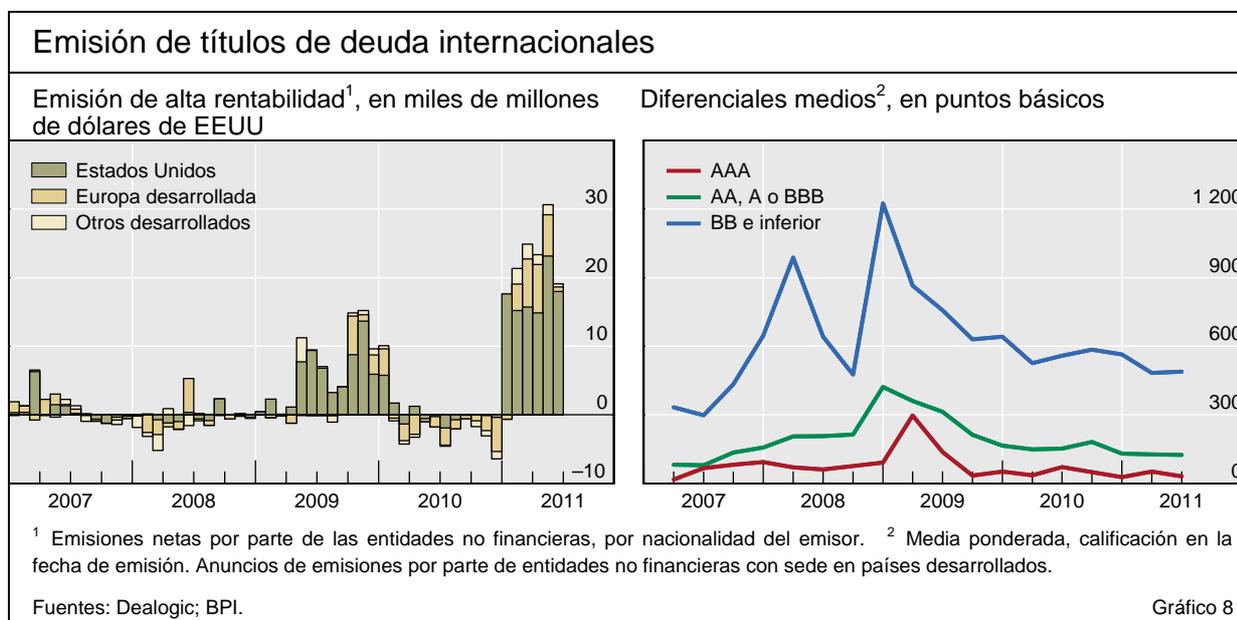
La actividad emisora de las sociedades no financieras supera a la de las instituciones financieras

Menor actividad en el mercado de bonos garantizados

La actividad en el mercado primario de bonos garantizados se debilitó en el curso del segundo trimestre. La emisión neta estimada de bonos garantizados, de 14 000 millones de dólares, fue aproximadamente un tercio menos que la registrada en el trimestre anterior. La intensa actividad emisora de instituciones financieras francesas y suecas (12 000 millones y 9.000 millones de dólares, respectivamente) se contrapuso a la amortización continuada de cédulas hipotecarias (*Pfandbriefe*) por bancos alemanes (29 000 millones de dólares). Del mismo modo, la amortización neta de cédulas hipotecarias titulizadas por bancos españoles ascendió a 7.000 millones de dólares, en contraste con sus voluminosas emisiones de los dos últimos años.

Emisión récord de bonos de alta rentabilidad en el primer y segundo trimestres

Las sociedades no financieras emisoras de deuda de calificación inferior a grado de inversión aprovecharon los menores diferenciales en el segmento del mercado de bonos de alta rentabilidad para captar financiación por importes récord. La actividad en este segmento del mercado, muy reducida durante gran parte de 2010, se recuperó con fuerza a partir de comienzos de 2011 (Gráfico 8, panel izquierdo)¹¹. La emisión neta de bonos sin grado de inversión en el segundo y primer trimestres de 2011 ascendió a 73 000 millones y 63 000 millones de dólares respectivamente, comparada con una amortización neta media de 4 000 millones de dólares por trimestre en 2010. Esta intensa emisión de deuda de alta rentabilidad y el estrechamiento de los diferenciales fueron acompañados de un repunte en la concesión de préstamos sindicados, otra importante fuente de financiación para el sector empresarial (véase el Recuadro 2). El grueso de los bonos de alta rentabilidad fue emitido por



¹¹ Aunque el estrechamiento de los diferenciales medios de los bonos de alto rendimiento desde sus recientes máximos en el cuarto trimestre de 2008 es sustancial, los diferenciales medios del mercado primario aún superan sus mínimos récord anteriores a la crisis registrados en el segundo trimestre de 2007 (Gráfico 8, panel derecho). Además, los datos preliminares para los dos primeros meses del tercer trimestre de 2011 sugieren que los diferenciales han vuelto a ampliarse recientemente en el segmento de alta rentabilidad.

sociedades domiciliadas en Estados Unidos (56 000 millones de dólares en el segundo trimestre de 2011), seguidas de aquellas radicadas en economías europeas avanzadas (14 000 millones de dólares). La emisión de títulos de deuda de alta rentabilidad se desaceleró en junio y continuó reduciéndose en julio y agosto.

Mercado de derivados negociados en bolsa en el segundo trimestre de 2011¹²

El importe nocional de los derivados sobre tasas de interés, divisas e índices bursátiles negociado en el *segundo trimestre de 2011* fue ligeramente menor, expresado en dólares, que el del primer trimestre. El volumen de negociación agregado descendió un 3%, como resultado de la caída en la contratación de futuros (-1%) y opciones (-14%) sobre tasas de interés y del aumento de la contratación de derivados sobre divisas (+5%) e índices bursátiles (+3%). Las cantidades en circulación también menguaron levemente durante el trimestre, un 2% en términos agregados. La contratación de derivados sobre materias primas, medida por el número de contratos, apenas registró cambios, mientras que las cantidades en circulación se redujeron un 3%.

La negociación de derivados sobre tasas de interés en el trimestre bien pudo reflejar una menor incertidumbre sobre las futuras tasas de interés en algunas de las principales monedas. El importe total contratado se redujo un 4% por efecto de la menor negociación de futuros y opciones vinculados a las tasas del euro (-12%) y la libra esterlina (-28%). También disminuyeron las posiciones abiertas en derivados referenciados a las tasas del euro (-20%) y de la libra (-19%), mientras que las vinculadas a las del dólar estadounidense aumentaron un 13% (Gráfico 9, panel izquierdo). Esta evolución está en consonancia con la caída durante el trimestre de la probabilidad implícita en el precio de las opciones de alzas en las tasas de interés del euro y, en especial, de la libra esterlina, tras moderarse las presiones inflacionistas mundiales. En cambio, en el curso del trimestre pocos participantes en el mercado asignaron una probabilidad significativa de variación en el corto plazo a la tasa de interés oficial del dólar. También se redujeron los volúmenes de negociación (-28%) y las cantidades en circulación (-23%) de los futuros vinculados a las tasas de interés del yen, lo que podría haber reflejado una mayor certeza de que estas permanecerían en niveles reducidos para respaldar a la economía japonesa tras el terremoto de marzo.

Una proporción significativa de la negociación en derivados sobre divisas pudo obedecer también a la evolución de las tasas de interés, vía reajustes en las posiciones de *carry trade* sintéticas¹³. Las tasas de interés a corto plazo del real brasileño, por ejemplo, aumentaron después de que el Banco Central de

La contratación y los importes en circulación de derivados cayeron ligeramente en términos agregados

Las posiciones sobre tasas de interés aumentaron para el dólar, pero disminuyeron para otras monedas principales

La negociación de contratos sobre el real brasileño alentó la toma de posiciones sobre divisas

¹² Las consultas referentes a derivados negociados en bolsa deben dirigirse a Nicholas Vause.

¹³ Por ejemplo, un contrato a plazo USD/BRL es una operación de *carry trade* sintética, ya que genera el mismo resultado que una operación de *carry trade* tradicional que toma prestados dólares estadounidenses, los intercambia por reales brasileños al tipo de cambio vigente, e invierte en reales brasileños durante el período de duración del contrato a plazo.

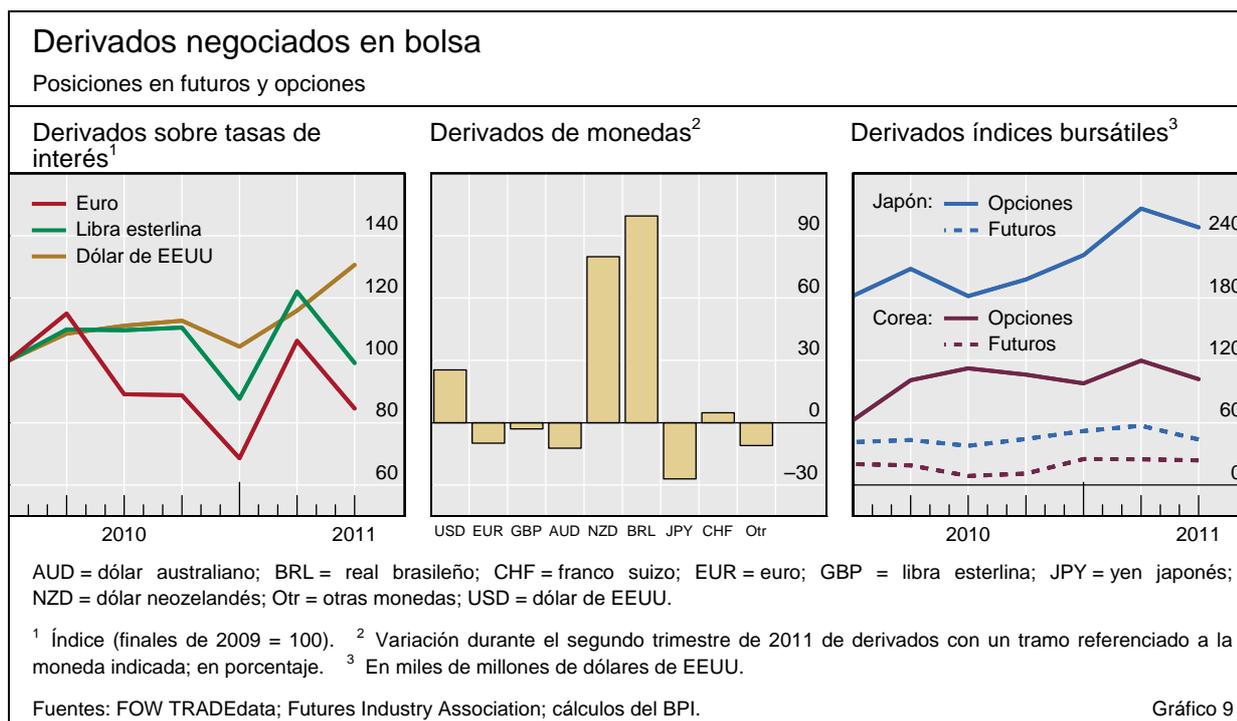
Brasil elevase su tasa oficial del 11,75% al 12,25% en el segundo trimestre, tras haberlo hecho en otro tanto hacia finales del primero, y se ampliase con ello a 12 puntos porcentuales el diferencial con la tasa oficial estadounidense. Los derivados sobre divisas permiten especular con la posibilidad de que esos diferenciales de tasas de interés no queden compensados por los movimientos cambiarios. El valor de las posiciones en derivados sobre divisas referenciados al real brasileño casi se duplicó durante el segundo trimestre (Gráfico 9, panel central), elevando del 14% al 23% su participación en el total de posiciones en esta clase de operativa. En cuanto a los derivados sobre divisas referenciados al dólar neozelandés, los importes en circulación también crecieron de forma acusada, si bien desde una base de partida muy inferior.

La negociación de opciones coreanas contribuyó a la reducción de las posiciones sobre índices bursátiles

El leve aumento de la negociación en derivados sobre índices bursátiles del segundo trimestre estuvo impulsado por el fuerte crecimiento (+18%) de la contratación en el mercado de opciones coreano, que elevó hasta el 36% (desde el 31% del trimestre anterior) la participación de estas opciones en el volumen total negociado en esta clase de operativa. Tal actividad comportó una reducción de las posiciones abiertas en opciones coreanas que, unida a la disminución en los importes en circulación de futuros (-23%) y opciones (-7%) en Japón, contribuyó a un descenso agregado del 2% en las posiciones abiertas en derivados sobre índices bursátiles (Gráfico 9, panel derecho). Las posiciones sobre índices bursátiles norteamericanos (-1%) y europeos (+3%) experimentaron pocos cambios.

Las posiciones abiertas en algunos derivados sobre materias primas se redujeron en mayo, cuando se produjo una brusca caída de precios

La contratación y los importes en circulación en derivados sobre materias primas variaron en los distintos segmentos del mercado. Durante el segundo trimestre aumentaron la negociación (+13%) y las posiciones abiertas (+6%) en futuros sobre metales preciosos, quizá conforme los inversores buscaban cubrirse frente a los riesgos de deuda soberana e inflación. Esta evolución concuerda con datos de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC)



que muestran que operadores «no comerciales» como los gestores de activos incrementaron en el trimestre sus posiciones largas netas en futuros sobre oro. No obstante, este aumento agregado de las posiciones abiertas sobre metales preciosos en el segundo trimestre quedó bruscamente interrumpido en mayo al hundirse la cotización de la plata en la primera parte del mes. Las posiciones abiertas en futuros (-2%) y opciones (-4%) sobre recursos energéticos también disminuyeron en mayo coincidiendo con una corrección de los precios del petróleo, aunque las posiciones en derivados sobre recursos energéticos apenas variaron en el trimestre. El volumen negociado en derivados sobre productos agrícolas aumentó un 4%, al tiempo que las posiciones abiertas en ellos se redujeron en torno al 11%. Los productores y consumidores podrían haber sentido menor necesidad de mantener posiciones de cobertura después de que los precios agrícolas se estabilizasen hacia finales del primer trimestre, tras muchos meses de subidas. Este comportamiento concordaría con datos de la CFTC que muestran menores posiciones «comerciales» en futuros sobre maíz y trigo.

Recuadro 1: Explorando la relación entre «garantías concedidas» y CDS vendidos

Stefan Avdjiev

Una cuestión que ha suscitado recientemente gran interés ha sido determinar hasta qué punto podría utilizarse la categoría «garantías concedidas»^o de las estadísticas bancarias consolidadas del BPI con base en el riesgo último como medida aproximada de las exposiciones de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) de diversos sistemas bancarios frente a países. Esa aproximación está sujeta a varias matizaciones importantes.

En primer lugar, si bien los pasivos contingentes del vendedor de protección en los contratos de derivados de crédito están comprendidos en la categoría de «garantías concedidas», no son la única partida incluida en ella. Además de contratos de CDS vendidos por los bancos declarantes al BPI, esta categoría incluye bonos garantizados, fianzas de oferta/licitación y avales de cumplimiento, garantías y compromisos de indemnización, créditos documentarios confirmados, cartas de crédito irrevocable y contingente, aceptaciones y endosos. Por lo tanto, el hecho de que, por ejemplo, el riesgo por garantías de los bancos estadounidenses frente a Grecia ascendiera a 37 000 millones de dólares al término del primer trimestre de 2011 (Cuadro 9E del Anexo Estadístico del BPI) no significa que los bancos estadounidenses hubieran vendido protección vía CDS a entidades ubicadas en Grecia por valor de 37 000 millones de dólares.

En segundo lugar, los bancos no son las únicas instituciones que compran y venden contratos de CDS. Otras entidades financieras, tales como compañías de seguros y *hedge funds*, participan también activamente en ese mercado. Como resultado, no todos los CDS formalizados sobre entidades ubicadas en un determinado país se incluyen en la categoría de «garantías concedidas» de las estadísticas bancarias consolidadas del BPI. Así pues, la cifra de 37 000 millones de dólares a que ascendía en el ejemplo anterior el riesgo por garantías frente a Grecia de los bancos estadounidenses no es el límite máximo correcto del importe total de los CDS contratados por instituciones estadounidenses sobre entidades griegas.

En tercer lugar, en la categoría «garantías concedidas» de las estadísticas bancarias consolidadas del BPI, los CDS vendidos se declaran por su valor *nocional*, no a valor razonable. A fin de ilustrar este particular, supongamos que un banco francés vende un CDS a un banco español sobre títulos emitidos por el gobierno griego valorados en 1 000 millones de dólares. Supóngase además que, en el momento de declarar, el CDS tiene un valor razonable positivo de 100 millones de dólares desde la perspectiva del vendedor (esto es, el banco francés). Con arreglo a la *Guía de las estadísticas bancarias consolidadas del BPI*, el banco francés deberá declarar «garantías concedidas» a Grecia por valor de 1 000 millones de dólares (es decir, el importe *nocional* de los CDS vendidos).

En cuarto lugar, en la categoría «garantías concedidas» de dichas estadísticas bancarias los CDS vendidos se declaran normalmente por su valor *bruto* (*no neto*). Para ilustrarlo, supongamos que el banco francés del ejemplo anterior vende un CDS a un banco español sobre títulos emitidos por el gobierno griego valorados en 1 000 millones de dólares y simultáneamente compra un CDS sobre el mismo conjunto de títulos a un banco italiano. Si estas fueran las dos únicas transacciones que realizara el banco francés durante el periodo, este declararía «garantías concedidas» a Grecia por valor de 1 000 millones de dólares (es decir, el importe *bruto* de los CDS vendidos), pese al hecho de que también ha comprado un CDS sobre el mismo contrato a un tercero (en este ejemplo, al banco italiano).

Por último, los CDS adquiridos por los bancos *no* se contabilizan en la categoría «garantías concedidas». Su tratamiento en las estadísticas bancarias consolidadas del BPI depende de si el banco declarante que compró el contrato de CDS posee el activo subyacente o no. Supóngase que el contrato de CDS que el banco francés compró al banco italiano en el ejemplo anterior tiene un valor razonable positivo de 100 millones de dólares desde la perspectiva del comprador (esto es, desde la perspectiva del banco francés). Si el banco francés no posee el activo subyacente, deberá declarar posiciones en «derivados» frente a Italia por valor de 100 millones de dólares (es decir, el *valor razonable positivo* del CDS comprado). Si, en cambio, poseyese el activo subyacente, deberá

declarar una transferencia de riesgo de 1 000 millones de dólares desde el sector público griego hacia el sector bancario italiano (es decir, con base en el prestatario inmediato, el banco francés declarará 1 000 millones de dólares en activos exteriores frente al sector público griego; con base en el riesgo último, declarará 1 000 millones de dólares en activos exteriores frente al sector bancario italiano).

^① La *Guía de las estadísticas bancarias consolidadas del BPI* define las garantías como «pasivos contingentes procedentes de una obligación irrevocable de pago a un beneficiario —un tercero— cuando un cliente incumple alguna obligación contractual».

Recuadro 2: ¿Ha aumentado la laxitud de los prestamistas en el mercado de préstamos sindicados? Evidencia a partir de las cláusulas contractuales

Blaise Gadanecz

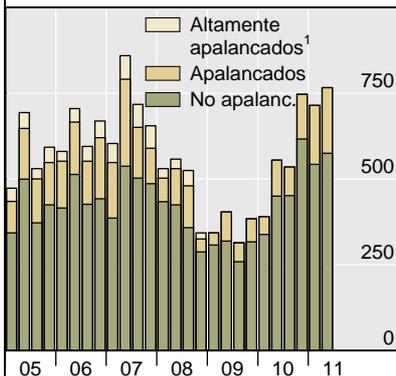
El mercado de préstamos sindicados, una fuente muy sustancial de financiación de los prestatarios del sector empresarial, se ha recuperado del colapso sufrido en la crisis financiera. A comienzos de 2011 existía financiación disponible en condiciones casi similares a las previas a la crisis.

El volumen de préstamos sindicados formalizados se recuperó desde el mínimo alcanzado tras la crisis, aumentando de 314 000 millones de dólares en el tercer trimestre de 2009 a 766 000 millones de dólares en el segundo trimestre de 2011 (Gráfico A, panel izquierdo). El importe que se refinanció ascendió a 405 000 millones de dólares, un 53% del total, al tratar los prestatarios de sustituir la financiación que obtuvieran en condiciones menos atractivas durante la crisis. Tras su acusada caída, la formalización de préstamos apalancados^o también se ha recuperado. Algunos grandes bancos han reanudado el préstamo, conforme las inyecciones de liquidez de emergencia y las operaciones de rescate contribuían a aliviar las restricciones de financiación y a reforzar sus balances. También se reactivaron los mercados secundarios, lo que sugeriría la disposición de los inversores a absorber mayores volúmenes de riesgo de crédito.

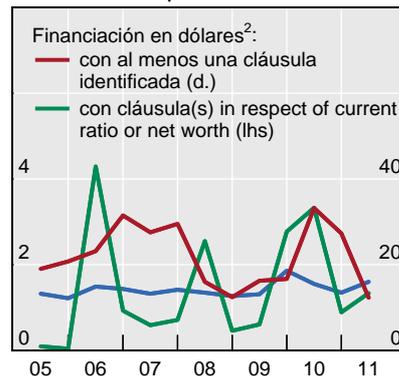
Préstamos sindicados, 2005–11

Formalizaciones y frecuencia de cláusulas

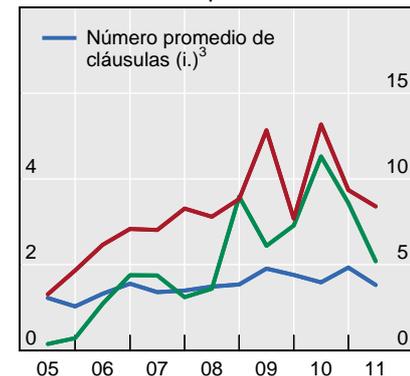
Contratación mundial, en miles de millones de dólares de EEUU



Frecuencia de cláusulas, financiación apalancada



Frecuencia de cláusulas, financiación no apalancada



¹ Dealogic Loan Analytics no distingue entre préstamos apalancados y altamente apalancados formalizados después de 2008. A partir de 2009, los préstamos solo se clasifican como apalancados o no apalancados. La categoría «altamente apalancados» se aplica a préstamos con diferenciales por encima de una referencia determinada. ² En porcentaje. ³ Ponderadas por los importes de financiación; solo para préstamos con al menos una cláusula.

Fuente: Dealogic Loan Analytics.

Gráfico A

Varias medidas indican una relajación de las condiciones de financiación en el mercado de préstamos sindicados a partir de 2009, siendo ahora comparables o más favorables que los términos contractuales previos a la crisis observados desde principios de la década de 2000.

En primer lugar, se han estrechado los diferenciales sobre el Libor, el plazo medio de vencimiento se ha ampliado y el importe de los préstamos se ha incrementado. Asimismo, en los préstamos, la participación del dólar en los tramos respaldados por activos de garantía ha disminuido ligeramente. En el segundo trimestre de 2011, los prestatarios apalancados de todo el mundo pagaron un diferencial medio (ponderado por el importe de los tramos) sobre el Libor de 339 puntos básicos, y de 144 puntos básicos los prestatarios no apalancados. Estos diferenciales aún superan en 100–150 puntos básicos los niveles —extraordinariamente reducidos— previos a la crisis, pero apenas representan la mitad de las cotas máximas alcanzadas durante aquella. Estas tendencias se observan sistemáticamente en distintas categorías de apalancamiento, monedas, calificaciones crediticias y regiones geográficas.

En segundo lugar, los préstamos con «cláusulas laxas» han representado un porcentaje creciente de las formalizaciones. Estas cláusulas son términos contractuales que facultan a los prestatarios a imponer sanciones (p. ej., un recargo en el diferencial) o a acelerar la amortización

del préstamo si el prestatario adoptase medidas que pudieran reducir el valor de las garantías (como vender o transferir activos) o incumpliese compromisos (como pagar en plazo o mantener ciertos coeficientes financieros por encima de cierto umbral). En un préstamo con cláusulas laxas, el prestamista renuncia a estas cláusulas, gozando así de menor protección en caso de que el prestatario afronte dificultades financieras. Las cláusulas contractuales pueden adoptar numerosas formas, por lo que resulta difícil agregarlas en una medida única. Con todo, basándose en la literatura existente, es posible construir una serie de indicadores de rigurosidad de las cláusulas: el porcentaje, sobre el volumen total de préstamos expresado en dólares, que representan los contratos con al menos una cláusula identificable (Gráfico A, líneas rojas en los paneles central y derecho); el número medio de cláusulas financieras diferentes por préstamo (líneas azules en el caso de préstamos con al menos una cláusula), y el porcentaje, sobre el volumen total de préstamos expresado en dólares, que representan los préstamos con al menos una cláusula que exija al prestatario mantener el coeficiente de liquidez o el patrimonio neto o patrimonio neto tangible por encima de cierto umbral (líneas verdes). Estos indicadores son, sin duda, bastante imperfectos, mostrando fuertes fluctuaciones a lo largo del año, en especial en periodos de crisis, cuando los volúmenes formalizados son bajos. Dicho esto, los tres indicadores apuntan a un menor uso de estas cláusulas en los últimos trimestres, tras el aumento observado entre 2008 y 2010 que siguió a su paulatina pérdida de importancia en los años previos a la crisis. Esta tendencia se ha observado en distintas regiones y categorías de apalancamiento.

Los prestatarios que obtuvieron préstamos con cláusulas laxas durante el punto álgido de la crisis han evolucionado (hasta ahora) relativamente bien. El Gráfico B muestra la evolución de la calificación crediticia de los prestatarios tras la formalización del préstamo, pudiéndose observar a partir de 2009 un mejor desempeño de los préstamos sin cláusulas (líneas rojas) que de aquellos con ellas (líneas verdes). Los préstamos apalancados con cláusulas laxas estuvieron asociados a prestatarios con más mejoras de calificación, al tiempo que los préstamos no apalancados con cláusulas laxas lo estuvieron a menores rebajas de calificación. Con todo, la tendencia comenzó a invertirse en fechas recientes, haciendo recordar la fase previa a la crisis entre 2000 y 2007–08, en la que los préstamos con cláusulas laxas evolucionaron peor que los préstamos con cláusulas normales. Aunque estas comparaciones han de interpretarse con cautela, cabe concluir que en periodos de crisis es más probable que, al renunciar a las cláusulas, los prestamistas primen a quienes exhiban mejor calificación. Además, al activar automáticamente menos incumplimientos y penalizaciones, las estructuras crediticias con cláusulas laxas ayudan a los prestatarios a superar dificultades financieras.

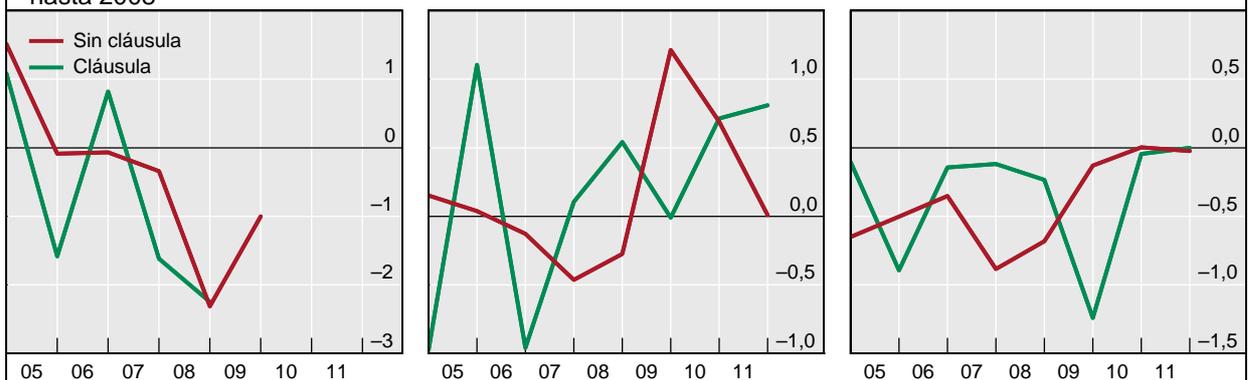
Evolución de la calificación crediticia tras la formalización del préstamo¹

Evolución media de calificaciones del prestatario entre la fecha de formalización y la fecha presente

Altamente apalancados,
hasta 2008²

Apalancados

No apalancados



¹ Variación media en grados (*notches*) de la calificación del prestatario (ponderada por el importe de los tramos) entre la fecha de formalización y la presente. Por ejemplo, menos 2 significa una rebaja de la calificación crediticia media de dos grados (p. ej. de B+ a B-) entre la fecha de formalización y la actualidad. ² Véase la nota 1 del Gráfico A.

Fuentes: Dealogic Loan Analytics; cálculos del autor.

Gráfico B

En definitiva, aun cuando la confianza de los inversores pudo haber comenzado a cambiar entre julio y agosto, los resultados precedentes sugieren una relajación de las condiciones de financiación en el mercado de préstamos sindicados desde el punto culminante de la crisis. En el

caso de Estados Unidos, esta conclusión concuerda con la Encuesta de Opinión a Altos Directivos sobre Prácticas en la Concesión de Crédito Bancario realizada por la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, que desde 2009 indica un porcentaje neto decreciente de bancos nacionales que aplican criterios de concesión de crédito más estrictos o mayores diferenciales en sus préstamos comerciales e industriales.

[®] Este recuadro se basa en la definición de préstamos apalancados de Dealogic Loan Analytics, que se revisa cada año. A lo largo del tiempo, los criterios han incluido el apalancamiento financiero del prestatario y diferenciales del préstamo por encima de cierto nivel, calificaciones crediticias por debajo de cierto nivel, y la finalidad del préstamo (en particular, operaciones LBO). Cada préstamo se clasifica con arreglo a la definición vigente en la fecha de su formalización, sin que sea posible reclasificar préstamos ante un cambio de definición. [®] Véanse M. Puri y S. Drucker, «On loan sales, loan contracting and lending relationships», *Review of Financial Studies*, vol. 22, n.º 7 (2009), y N. Mora, «Lender exposure and effort in the syndicated loan market», *Federal Reserve Bank of Kansas City Working Papers* n.º RWP 10-12 (septiembre 2010). [®] Cociente entre activo y pasivo circulantes. [®] S. Chava y M. Roberts, «How does financing impact investment? The role of debt covenants», *Journal of Finance*, vol. 6, n.º 5 (octubre 2008) priman estos dos tipos de cláusulas sobre otras, al presentar la ventaja de un uso relativamente frecuente y de que los indicadores contables asociados a ellas están estandarizados y son inequívocos. Otros tipos de cláusulas, como las aplicadas al EBITDA, resultan más complicadas, sobre todo por la falta de normalización de la definición de deuda a la que se refieren.

Recuadro 3: Medición de los riesgos de crédito de contraparte en el mercado extrabursátil de derivados

Nicholas Vause

La potencial exposición al riesgo de crédito de contraparte constituyó un mecanismo esencial a través del que la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 debilitó al resto del sistema financiero. Los prestamistas retuvieron el crédito, temiendo que los prestatarios pudieran mantener importantes posiciones acreedoras insuficientemente aseguradas frente a ese banco de inversión. Esas posiciones acreedoras podrían haber nacido de operaciones bilaterales con derivados en el mercado extrabursátil (OTC), donde la exposición total al riesgo de crédito de contraparte superaba con mucho el valor total de los activos aportados en garantía por los participantes en el mercado. Desde entonces, la amplitud de esa diferencia se ha reducido, minorando aunque posiblemente no eliminando este particular riesgo sistémico. Este recuadro analiza la forma de medir los riesgos de crédito de contraparte en el mercado de derivados OTC sobre la base de las posiciones hipotéticas que se reflejan en el Cuadro A.

Posiciones hipotéticas en derivados OTC

Parte 1	Parte 2	Posiciones	Valor de mercado		Valor de mercado bruto	Riesgo de crédito bruto
			Parte 1	Parte 2		
Intermediario A	Intermediario B	Opción sobre divisas	-10	+10	13	7
		Futuro sobre oro	+3	-3		
		Posición bilateral neta	-7	+7		
		Garantías recibidas (+) / aportadas (-)	-7	+7		
Intermediario A	<i>Hedge fund</i>	CDS de referencia única	+9	-9	14	4
		CDS de referencia múltiple	-5	+5		
		Posición bilateral neta	+4	-4		
		Garantías recibidas (+) / aportadas (-)	+8	-8		
Intermediario A	Sociedad no financiera	<i>Swap</i> de tasas de interés	-4	+4	14	6
		Futuro sobre acciones	+10	-10		
		Posición bilateral neta	+6	-6		
		Garantías recibidas (+) / aportadas (-)	0	0		
Total					41	17

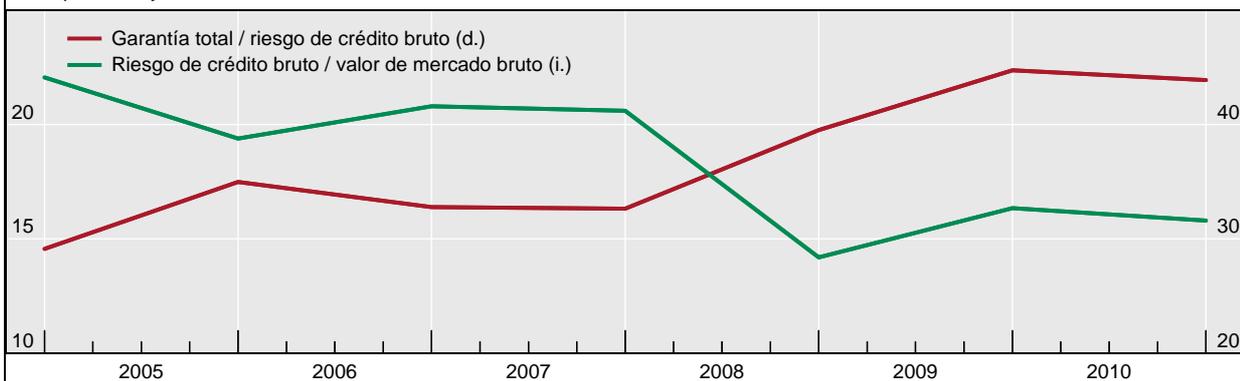
Cuadro A

La compensación bilateral y la constitución de garantías de cobertura reducen los riesgos de crédito de contraparte[®]. Los intermediarios A y B del Cuadro A son contrapartes en una opción sobre divisas con un valor de mercado positivo de 10 unidades monetarias (u.m.) para B (y, por tanto, un valor de mercado negativo de 10 u.m. para A). Si A quebrase, B podría no recuperar nunca este valor. Así pues, en virtud de la opción sobre divisas, B tiene un riesgo de crédito de contraparte frente a A de 10 u.m. Para neutralizar este riesgo de contraparte, B podría exigir a A garantías por valor de 10 u.m., que podría retener si A incumpliese sus obligaciones contractuales. Pero A y B también son contrapartes de un futuro sobre oro, cuyo valor de mercado es de +3 u.m. para A (y, por tanto, de -3 u.m. para B). Con un acuerdo de compensación por diferencias netas exigible jurídicamente, A y B podrían compensar los valores de mercado de estas dos posiciones. Esto comprimiría los riesgos de crédito de contraparte entre A y B, transformándolos en un único activo de B frente a A por importe de 7 u.m. Entonces, B sólo necesitaría recibir garantías de A valoradas en 7 u.m. para eliminar los riesgos de crédito de contraparte existentes. Para el conjunto de posiciones reflejadas en el Cuadro A, la suma de los valores de mercado positivos (o, de modo equivalente, la suma de los valores de mercado negativos), denominada «valor de mercado bruto»,

asciende a 41 u.m. La suma de los valores de mercado positivos (o negativos) tras practicar la compensación bilateral, denominada «riesgo de crédito bruto», es de 17 u.m. El Gráfico A (línea verde) muestra que el cociente entre el riesgo de crédito bruto y el valor de mercado bruto en el mercado de derivados OTC ha disminuido en los últimos años, de forma particular en 2008, en consonancia con el aumento de la compensación bilateral por diferencias netas[Ⓢ]. Además, el Gráfico A (línea roja) muestra que las garantías totales recibidas (o equivalentemente las garantías totales aportadas) han aumentado en relación con los riesgos de crédito brutos, al haberlo hecho las tasas de cobertura mediante aportación de garantías de las posiciones netas. Los datos de las garantías utilizados en el numerador de este cociente proceden de la *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), aunque las cifras publicadas se dividieron entre dos, puesto que la ISDA calcula el importe de las garantías con arreglo a una base diferente, conforme a la cual «los activos de garantía se contabilizan dos veces, una cuando se reciben y otra cuando se entregan»[Ⓢ].

Compensación y cobertura en el mercado de derivados OTC¹

En porcentaje



¹ El riesgo de crédito bruto no incluye la contribución de los *swaps* de incumplimiento crediticio de entidades declarantes no estadounidenses.

Fuentes: ISDA; cálculos del BPI.

Gráfico A

Una tasa media de cobertura mediante aportación de garantías del 100% no garantiza la total eliminación de los riesgos de contraparte corrientes. El motivo es que los riesgos de crédito de contraparte suelen hallarse infracubiertos o sobrecubiertos, como es el caso en el Cuadro A de las posiciones entre el intermediario A y el hedge fund y entre el intermediario A y la sociedad no financiera, respectivamente. Las empresas podrían exigir una sobrecobertura para protegerse frente a pérdidas derivadas de posibles riesgos futuros de crédito de contraparte, que podrían ser sustancialmente mayores que los riesgos corrientes dependiendo de la evolución de los valores de la posición. Asimismo, las empresas podrían tolerar una infracobertura si las contrapartes no pudiesen constituir con facilidad garantías o su probabilidad de impago se considerase reducida. Así pues, una medida de cobertura mediante aportación de garantías mejor que las tasas medias consistiría en llevar hasta el límite máximo del 100% las garantías constituidas sobre cualquier posición individual. Esto equivaldría a medir la fracción de los riesgos de crédito de contraparte corrientes cubierta por activos de garantía. Tan solo con un elevado valor de este indicador podría confiarse en la inexistencia de importantes riesgos de crédito de contraparte no respaldados por garantías en el sistema financiero.

[Ⓢ] El riesgo de crédito de contraparte también podría reducirse mediante la compresión de transacciones, que elimina contratos redundantes en forma de compensación multilateral. Véase, por ejemplo, N. Vause, «Counterparty risk and contract volumes in the credit default swap market», en *Informe Trimestral del BPI* (diciembre 2010). [Ⓢ] Includida la transferencia de posiciones frente a múltiples contrapartes originales a un número mucho más reducido de entidades de contrapartida central, según se explica en Vause (2010), *op cit.* [Ⓢ] Véase, por ejemplo, ISDA, *ISDA Margin Survey 2011* (abril 2011). Esta asociación también publica una tasa agregada de cobertura mediante constitución de garantías, que es la tasa media de garantías recibidas para cubrir los riesgos de crédito de contraparte antes de recibir garantías que asumen en calidad de miembros, entre los que se cuentan los principales operadores en derivados por cuenta propia. No obstante, para que estas cifras fueran representativas del conjunto del mercado, haría falta que los operadores ajenos a ISDA recibieran tasas similares de activos de garantía frente a riesgos (o, casi de forma equivalente, que los miembros de ISDA constituyesen activos de garantía a la misma tasa).