

## Mejoras en las estadísticas del BPI sobre títulos de deuda<sup>1</sup>

*El BPI ha revisado sus estadísticas sobre títulos de deuda a fin de mejorar la comparabilidad entre mercados. Las emisiones internacionales se han redefinido como títulos de deuda emitidos fuera del mercado de residencia del prestatario, y en lo sucesivo se publicarán estadísticas conjuntas de emisiones nacionales e internacionales. La revisión de las estadísticas revela el creciente tamaño e internacionalización de los mercados de bonos.*

*Clasificación JEL: F34, G15.*

La internacionalización de los mercados de bonos ha dificultado diferenciar entre títulos de deuda nacionales e internacionales. En consecuencia, el BPI ha revisado su metodología para clasificar las emisiones internacionales, atendiendo en lo sucesivo al mercado de emisión en lugar de a los inversores objetivo. Asimismo, ha armonizado sus clasificaciones con las del *Handbook on Securities Statistics* y ha publicado por vez primera datos sobre el total de títulos de deuda. El presente artículo monográfico explica las razones que motivan dichos cambios y analiza su impacto en las estadísticas.

### Retos conceptuales

El BPI publica desde mediados de la década de los 80 estadísticas sobre la actividad de préstamo en los mercados de capital. Su alcance ha ido mejorando con los años, desde su enfoque inicial centrado en los mercados internacionales hasta dar actualmente cobertura a más de 50 mercados nacionales. Al mismo tiempo, la evolución de los mercados financieros ha cuestionado la utilidad de las estadísticas para el análisis de la estabilidad financiera<sup>2</sup>. En particular, el creciente tamaño y diversidad de los mercados de deuda ha puesto de relieve la importancia de contar con datos comparables entre mercados, al tiempo que la apertura cada vez mayor

<sup>1</sup> Los autores agradecen a Claudio Borio, Stephen Cecchetti, Piet Clement, Christian Dembiermont, Liam Flynn, Patrick McGuire, Denis Pêtre, Christian Upper y Paul van den Bergh sus útiles comentarios. Las opiniones expresadas corresponden a los autores y no reflejan necesariamente las del BPI.

<sup>2</sup> Para un examen del impacto que los cambios estructurales de los mercados financieros tienen en las necesidades estadísticas, véanse por ejemplo Foro de Estabilidad Financiera (2000) y CGFS (2007).

de los mercados locales a los inversores y emisores no residentes ha difuminado la distinción tradicional entre títulos de deuda nacionales e internacionales.

Los retos de comparabilidad nacieron en parte de diferencias en las fuentes de información. Las estadísticas sobre títulos de deuda internacionales (IDS) se elaboran a partir de la base de datos sobre valores individuales que compila el BPI con información suministrada por proveedores comerciales de datos. La información individualizada sobre valores permite al BPI clasificar de forma coherente los datos de diferentes países por sector, vencimiento y otras características. En cambio, las estadísticas sobre títulos de deuda nacionales (DDS) son datos agregados que el BPI extrae de fuentes de dominio público, principalmente bancos centrales, oficinas nacionales de estadística y mercados de valores. Con frecuencia, la cobertura y las clasificaciones difieren en función de la fuente.

La definición del BPI de «título de deuda internacional» complicó de hecho la comparabilidad. Según la definición previa del BPI, una emisión internacional era un instrumento colocado a inversores internacionales, incluyéndose en ella los títulos de deuda emitidos en el mercado local por residentes y dirigidos a inversores internacionales (Pêtre (2009)). Por extensión, emisiones nacionales eran las denominadas en moneda local y colocadas a inversores locales<sup>3</sup>. Otros compiladores de datos de valores solían aplicar una definición diferente, cuya referencia no eran los inversores objetivo. El BPI ajustaba las estadísticas sobre DDS para evitar un posible doble cómputo de las emisiones nacionales dirigidas a inversores internacionales. Aun así, las estadísticas sobre IDS y DDS tendían a solaparse parcialmente, por lo que el BPI omitía la publicación de totales que combinaran ambos conjuntos de datos.

Esa definición histórica reflejaba el origen de las estadísticas sobre IDS como una estimación alternativa de la deuda externa de un país<sup>4</sup>. En la década de los 80, el dato de las emisiones colocadas a inversores internacionales constituía una aproximación razonable y de fácil acceso a la inversión extranjera de cartera. En aquella época, pocos inversores internacionales comprarían deuda de emisores soberanos de menor solvencia, a menos que se hubiese emitido en el extranjero en alguna de las principales monedas. La suma de títulos de deuda internacionales y activos adeudados a los bancos declarantes al BPI era en los años ochenta y noventa una variable clave seguida por los responsables de las políticas y por los acreedores, ya que ese dato con frecuencia revelaba un mayor endeudamiento externo —en especial, a corto plazo— de lo que estimaban las oficinas nacionales de estadística de numerosos países en desarrollo en aquella época<sup>5</sup>.

<sup>3</sup> El BPI consideraba que los valores de deuda emitidos en el mercado local por residentes locales tenían como destinatarios inversores internacionales si estaban denominados en moneda extranjera o bien asegurados por un sindicato que incluyese al menos un banco extranjero.

<sup>4</sup> En respuesta a la crisis internacional de deuda de comienzos de la década de 1980, el Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS), entonces denominado «Euro-currency Standing Committee» (ECSC), introdujo mejoras en las estadísticas relacionadas con las posiciones de riesgo en el extranjero de los bancos. Además de mejorar las estadísticas bancarias internacionales del BPI, el CGFS le pidió que complementase las estadísticas bancarias con datos sobre bonos y valores de deuda a corto plazo, utilizando, cuando fuese posible, datos disponibles de fuentes del sector privado (ECSC (1986)).

<sup>5</sup> Junto con las estadísticas bancarias internacionales del BPI, las estadísticas sobre IDS son una parte fundamental del Joint External Debt Hub desarrollado por el BPI, el FMI, la OCDE y el Banco Mundial para reunir datos de fuentes nacionales, acreedores y mercados ([www.jedh.org](http://www.jedh.org)). Para

En las dos últimas décadas, la relación entre emisión e inversión transfronterizas se ha debilitado, mientras que la integración de los sistemas financieros locales en el sistema financiero internacional ha ido a más<sup>6</sup>. En especial, emisores e inversores han sacado partido de la eliminación de los controles de capitales. En consecuencia, numerosos inversores internacionales son hoy en día activos compradores de deuda emitida localmente. Del mismo modo, prestatarios que antes tenían dificultad para captar fondos en moneda local son capaces ahora de emitir en el exterior deuda denominada en su propia moneda.

Por otra parte, ahora resulta más fácil obtener datos sobre carteras de no residentes. Muchos países han mejorado sus estadísticas de deuda externa y se recoge información detallada sobre acreedores a través de la Encuesta Coordinada sobre Inversión de Cartera (ECIC), realizada cada año por el FMI.

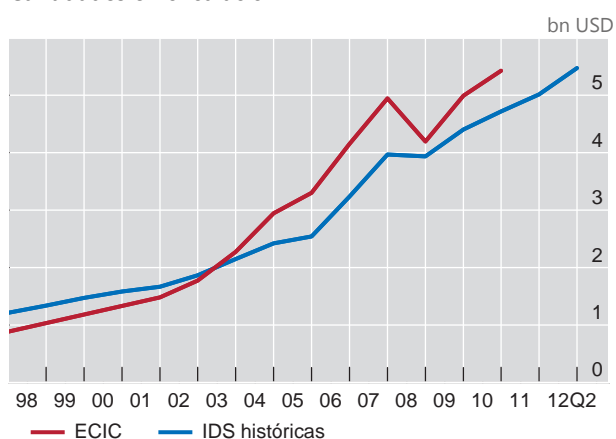
El Gráfico 1 ilustra la divergencia entre emisiones internacionales y carteras transfronterizas de bonos basadas, respectivamente, en las estadísticas históricas sobre IDS del BPI y las ECIC del FMI. En términos agregados, los activos en circulación fueron similares hasta comienzos de la primera década de este siglo, difiriendo desde entonces (Gráfico 1, panel izquierdo). A esta circunstancia contribuyó, sin duda, la contabilización de los títulos por su valor de mercado, en contraste con el uso de valores faciales para las estadísticas sobre IDS. Dicho esto,

## Títulos de deuda internacional como aproximación a los pasivos de cartera transfronterizos

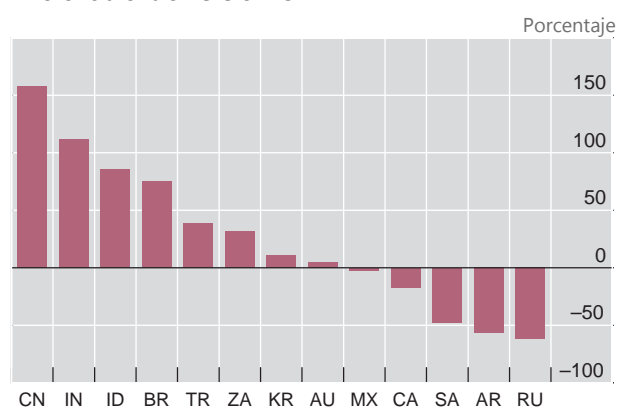
Estadísticas sobre títulos de deuda internacional (IDS) frente a pasivos según la Encuesta coordinada sobre inversión de cartera (ECIC)<sup>1</sup>

Gráfico 1

Cantidades en circulación<sup>2</sup>



Diferencia entre ECIC e IDS<sup>3</sup>



AR = Argentina; AU = Australia; BR = Brasil; CA = Canadá; CN = China; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; MX = México; RU = Rusia; SA = Arabia Saudí; TR = Turquía; ZA = Sudáfrica.

<sup>1</sup> Estadísticas sobre IDS basadas en la definición histórica del BPI frente a pasivos derivados de las carteras transfronterizas de títulos de deuda declarados por los países participantes en la ECIC del FMI. <sup>2</sup> Suma de países que participan tanto en la ECIC como en las IDS, excluidos la zona del euro, Japón, el Reino Unido y Estados Unidos. Para la ECIC, datos extrapolados para el periodo 1998–2000; los datos más recientes corresponden al cierre de 2010. <sup>3</sup> ECIC menos IDS, en porcentaje de IDS; importes en circulación al cierre de 2010.

Fuentes: FMI; Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; cálculos del BPI.

profundizar en las diferencias conceptuales entre los datos de acreedores y deudores, véase BPI (2002).

<sup>6</sup> El progreso en la integración financiera se examina, por ejemplo, en BPI (2008a, b).

también influyeron las compras transfronterizas de títulos de deuda negociados principalmente en los mercados de bonos locales y denominados en la moneda de ese mercado, según queda patente en el desglose por países. Así, por ejemplo, a finales de 2010, las tenencias en el extranjero de títulos de deuda emitidos por residentes en Brasil, China, India e Indonesia fueron, según la ECIC, al menos un 50% superiores a las correspondientes en las estadísticas históricas sobre IDS del BPI (Gráfico 1, panel derecho). Las tenencias de valores de deuda pública (letras y bonos) probablemente den cuenta de gran parte de la diferencia, ya que dichas emisiones denominadas en moneda local no se reflejan en las estadísticas sobre IDS.

Curiosamente, en algunos países las cifras de la ECIC son inferiores a las de las estadísticas históricas sobre IDS, lo que podría deberse a la compra efectiva de bonos dirigidos a inversores internacionales por parte de residentes en el mismo país del emisor (por ejemplo, la compra por bancos rusos de deuda internacional emitida por el gobierno ruso). Por otra parte, la ECIC podría no captar algunas compras, tales como las realizadas por fondos de inversión en centros financieros<sup>7</sup>.

## Diferenciación entre emisiones nacionales e internacionales

Aunque la creciente integración de mercados previamente segmentados haya debilitado el vínculo entre la base de inversores finales y la inversión extranjera de cartera, para otros fines aún conviene distinguir entre títulos de deuda nacionales e internacionales. La integración transfronteriza de los mercados no es plena y las emisiones nacionales e internacionales difieren en formas que pueden tener consecuencias para la estabilidad financiera. Entre otras, constituyen posibles diferencias la moneda de emisión, la ubicación del mercado primario o secundario y la legislación aplicable. Decidir cuáles de ellas permiten diferenciar mejor las emisiones nacionales de las internacionales dependerá del propósito perseguido con dicha distinción.

La moneda de denominación constituye una posible diferenciación. Los títulos de deuda en moneda extranjera se consideran internacionales y, los denominados en la moneda local del prestatario, nacionales. Atender a la composición por monedas de la deuda es fundamental para conocer la vulnerabilidad de un prestatario ante descalces de monedas: cuando los activos y pasivos están denominados en monedas diferentes, el patrimonio neto queda expuesto a las fluctuaciones del tipo de cambio. Las crisis financieras de finales de los 90 pusieron de relieve cómo los mercados de bonos en moneda local pueden ayudar a reducir los descalces de monedas y a alargar los plazos de la deuda.

La ubicación de los mercados primario y secundario es otra posible forma de distinguir entre títulos de deuda nacionales e internacionales. La ubicación del mercado permite analizar el desarrollo de los mercados de capital locales, en registrados o negociados fuera del país en el que tenga su residencia el prestatario

<sup>7</sup> Las carteras de fondos de inversión domiciliados en centros financieros pueden no estar plenamente reflejadas o asignadas. Por ejemplo, en 2010 los países participantes en la ECIC informaron de inversiones de cartera en entidades de Islas Caimán por un total de 1,6 billones de dólares. El grueso de ese importe probablemente estaba invertido en fondos de inversión, que a su vez reinvertiría fuera de Islas Caimán. Sin embargo, Islas Caimán informó de inversiones de cartera en el resto del mundo por importe tan solo de 57 000 millones de dólares estadounidenses.

pueden considerarse internacionales y, los registrados o negociados localmente, nacionales. A los efectos de identificar el mercado primario, un indicador fiable del registro de una emisión lo proporciona el Número Internacional de Identificación de Valores (ISIN). Para identificar el mercado secundario podría indicarse el mercado de valores en el que la emisión estuviera admitida a cotización, si bien los bonos a menudo se negocian en mercados extrabursátiles, no necesariamente situados en el mismo país donde se admiten a cotización.

Otra forma de diferenciar las emisiones la constituye el Derecho aplicable. Los bonos emitidos conforme a una normativa extranjera se pueden considerar internacionales y, los emitidos conforme a la del país de residencia del emisor, nacionales. El Derecho es relevante para analizar los riesgos asociados con medidas de políticas que tienen un impacto territorial, como los controles de capitales y las moratorias de pagos. Los gobiernos podrían servirse de su capacidad normativa para modificar los términos de bonos emitidos conforme al Derecho local, legalizando acciones que podrían constituir incumplimiento de contrato en el caso de bonos emitidos conforme a una normativa extranjera. Esta distinción resultó efectivamente relevante, por ejemplo, en la reciente reestructuración de la deuda pública griega (Recuadro 1).

### Recuadro 1: El Derecho aplicable y la reestructuración de la deuda griega

La reestructuración de títulos de deuda pública griega en circulación llevada a cabo en marzo de 2012 por el Gobierno heleno pone de manifiesto la importancia del Derecho aplicable a la hora de distinguir los bonos internacionales de los nacionales. Mientras que los inversores del sector privado en bonos sujetos al Derecho heleno aceptaron una reducción sustancial del valor de sus activos, los titulares de bonos supeditados a la legislación inglesa percibieron su inversión íntegramente en el momento de su vencimiento, en mayo de 2012.

Una pieza clave del programa de reformas económicas del país mediterráneo es la reducción del cociente entre deuda pública y PIB. En febrero de 2012, el Gobierno griego lanzó una oferta para canjear bonos en manos de inversores del sector privado —por valor de 206 000 millones de euros— por otros nuevos con un valor nominal aproximado de 100 000 millones de euros. Al cierre de la oferta, los tenedores de bonos habían solicitado prácticamente el 97% de la cantidad susceptible de ser canjeada.

Si bien los términos de la oferta de canje fueron esencialmente idénticos para todos los bonistas, la participación fue mayor entre los titulares de deuda supeditada a la legislación griega, frente a aquella sujeta a ordenamientos jurídicos extranjeros. De hecho, uno de los atractivos del canje para los inversores sujetos a la legislación griega era que los nuevos bonos quedarían sometidos al Derecho inglés. El Gobierno de Grecia facilitó la reestructuración de los bonos en circulación sometidos a su propia legislación aprobando un nuevo reglamento en febrero de 2012 al objeto de introducir cláusulas de acción colectiva (CAC). Estas cláusulas permitían al Ejecutivo modificar los términos de los bonos siempre que así lo aprobaran dos terceras partes de los tenedores que participaran en el canje. En esta ocasión, aceptaron el canje los titulares del 85% del valor de los bonos en circulación y, con su aceptación, los términos de la oferta devinieron vinculantes para todos los bonistas sujetos a Derecho griego.

Los bonos supeditados al Derecho inglés emitidos o garantizados por el Gobierno heleno incluían desde el principio cláusulas de acción colectivas. Sin embargo, mientras que en los bonos sujetos al Derecho griego las cláusulas de acción colectivas introducidas se activaban a partir de una tasa de aceptación por parte del conjunto de los inversores, en el caso de los bonos de Derecho inglés el umbral de activación era específico para cada título. Por consiguiente, para los acreedores que decidieron no participar en la oferta de canje resultaba más fácil bloquear la reestructuración de un bono concreto sometido a legislación inglesa, que la reestructuración del conjunto de títulos supeditados a Derecho griego (Zettelmeyer y Gulati, 2012). Los bonos sujetos a legislación extranjera, con un valor nominal de 6 000 millones de euros, no participaron en el canje. En mayo de 2012, el Gobierno griego decidió rembolsar íntegramente a su vencimiento bonos sujetos a Derecho inglés por un importe de 435 millones de euros. El próximo vencimiento de bonos sujetos a legislación extranjera —julio de 2013— corresponde a títulos por valor de 650 millones de francos suizos, regidos por el Derecho helvético.

Históricamente ha existido una estrecha relación entre estas cuatro formas de identificar una emisión de deuda internacional. En efecto, los bonos registrados y negociados fuera del país de residencia del emisor solían registrarse por una normativa extranjera y estar denominados en moneda extranjera. Todavía en 1998, aproximadamente el 70% de los bonos emitidos en mercados internacionales estaban denominados en divisas, es decir, en una moneda diferente a la del país de residencia del prestatario (Gráfico 2, panel izquierdo). La mayoría de ellos lo estaban en dólares estadounidenses, tratándose por lo general de títulos de deuda emitidos y negociados en Londres y sujetos al Derecho inglés.

Esta relación se ha debilitado en los últimos diez años. En particular, los prestatarios de muchos países son capaces ahora de tomar dinero a préstamo en su propia moneda en una jurisdicción extranjera. Desde mediados de la primera década de este siglo, los bonos denominados en la moneda nacional del prestatario representan alrededor del 50% de los IDS en circulación (Gráfico 2, panel izquierdo). La introducción del euro fue un factor decisivo, ya que permitió a los prestatarios de la zona del euro cambiar su moneda de financiación de extranjera a nacional. Este cambio también se registró fuera de la zona del euro. Entre los países cuyos residentes emiten ahora en el extranjero en su propia moneda se cuentan Brasil, China y Rusia (Gráfico 2, panel derecho). Por otra parte, cada vez hay más no residentes que lanzan emisiones en monedas de mercados emergentes.

Dicho esto, sigue existiendo una estrecha relación entre el mercado primario y otros rasgos distintivos de un bono internacional. El mercado primario suele ser un indicador fiable de la moneda de denominación y de la jurisdicción aplicable, si bien la moneda ya no es un buen indicador del mercado. Esta asimetría se explica por la concentración propia de la actividad financiera internacional. En la mayoría de los

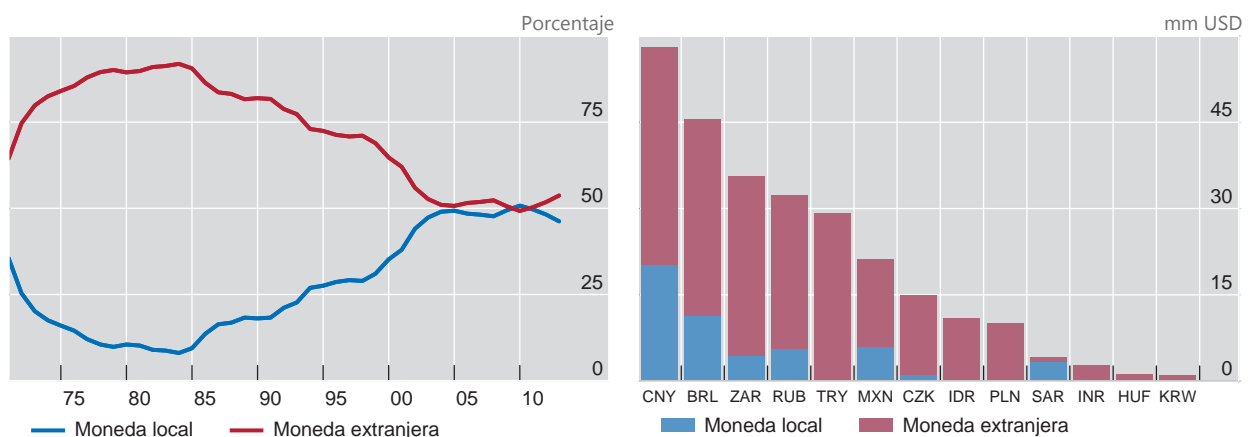
## Desglose por moneda de los títulos de deuda internacional

En función de su denominación en la moneda nacional del prestatario<sup>1</sup>

Gráfico 2

Proporción de títulos de deuda internacional en circulación

Importes en circulación para algunas monedas<sup>2</sup>



BRL = real brasileño; CNY = yuan chino; CZK = corona checa; HUF = florín húngaro; IDR = rupia indonesia; INR = rupia india; KRW = won coreano; MXN = peso mexicano; PLN = zloty polaco; RUB = rublo ruso; SAR = riyal saudí; TRY = lira turca; ZAR = rand sudafricano.

<sup>1</sup> Por moneda nacional se entiende la moneda local del país en el que reside el prestatario; monedas extranjeras son todas las demás. Por títulos de deuda internacional se entienden las emisiones lanzadas fuera del mercado de residencia del prestatario, es decir, conforme a la nueva definición de las estadísticas sobre IDS del BPI. <sup>2</sup> A finales de septiembre de 2012.

Fuentes: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; BPI.

países, los bonos emitidos en el mercado local suelen estar denominados en moneda local y regirse por la normativa local, constituyendo excepciones los centros financieros internacionales y las economías dolarizadas o euroizadas.

## Estadísticas del BPI sobre títulos de deuda

Entre paréntesis, definiciones anteriores (antes de diciembre de 2012)<sup>1</sup>

Cuadro 1

	<b>Títulos de deuda internacionales</b>	<b>Títulos de deuda nacionales</b>	<b>Total títulos de deuda</b>
Definición	Emitidos por no residentes en todos los mercados (antes: dirigidos a inversores internacionales)	Emitidos por residentes en su mercado local (antes: dirigidos a inversores locales)	Emitidos por residentes en todos los mercados
Fuente de información	Base de datos de valores individuales compilada a partir de fuentes comerciales	Bancos centrales <sup>2</sup> (antes: fuentes públicas)	Bancos centrales
Primer año en que están disponibles los datos	1966	Varía en función del país (antes: 1989)	Varía en función del país
Frecuencia	Trimestral	Trimestral (antes: anual hasta 1994)	Trimestral
Valoración	Valor facial	Valor facial o nominal <sup>3</sup>	Valor facial o nominal <sup>3</sup>
Clasificaciones	HSS (antes: BPI)	HSS (antes: nacional)	HSS
Sector	Sociedades financieras, incluidos bancos centrales; sociedades no financieras; gobierno general (antes: instituciones financieras, excluidos bancos centrales; emisores societarios; gobiernos, incluidos bancos centrales)	Sociedades financieras, incluidos bancos centrales; sociedades no financieras; gobierno general (antes: instituciones financieras, excluidos bancos centrales; emisores societarios; gobiernos, incluidos bancos centrales)	Sociedades financieras, incluidos bancos centrales; sociedades no financieras; gobierno general
Subsector	Bancos (antes: n/d)	n/a	n/a
Moneda	>90	Parcial <sup>4</sup> (antes: n/d <sup>5</sup> )	n/a
Vencimiento	A corto plazo por vencimientos original y residual	A corto plazo por vencimiento original (antes: por vencimiento residual <sup>6</sup> )	n/a
Clase de instrumento (tasa de interés)	Fija, variable, vinculada a renta variable	Parcial <sup>4</sup>	n/a

<sup>1</sup> Los cambios introducidos en diciembre de 2012 se aplicaron retroactivamente y, en consecuencia, afectaron a la totalidad del historial de las estadísticas. <sup>2</sup> En caso de no disponerse de datos del banco central, fuentes de dominio público. Pueden consultarse más detalles sobre las prácticas de divulgación de datos por los países en la página web del BPI ([www.bis.org/statistics/secstats.htm](http://www.bis.org/statistics/secstats.htm)).

<sup>3</sup> El valor nominal equivale al valor facial más el interés devengado; en caso de no disponerse del valor nominal ni del facial, valor de mercado. <sup>4</sup> La información publicada es incompleta. <sup>5</sup> Se presuponía su denominación en moneda local. <sup>6</sup> Vencimiento original en caso de no disponerse del vencimiento residual.

## Modificaciones introducidas en diciembre de 2012

El BPI ha modificado en tres aspectos su compilación de datos para afrontar los retos conceptuales planteados a sus estadísticas de títulos de deuda. En concreto, ha revisado la definición de «título de deuda internacional», ha armonizado las clasificaciones y ha hecho un mayor uso de las estadísticas de los bancos centrales. Estos cambios se basan en las recomendaciones contenidas en el *Handbook of Securities Statistics* (HSS), que establece un marco acordado internacionalmente para la clasificación de valores<sup>8</sup>. Las diferencias entre las estadísticas antiguas y las nuevas se resumen en el Cuadro 1.

### Definición de título de deuda internacional

El primer cambio afecta a la definición de título de deuda internacional. El BPI ya no se refiere a la base de inversores objetivo, sino que se centra en el mercado primario, es decir, aquel en el que los valores se emiten inicialmente. Este modo de diferenciar las emisiones nacionales de las internacionales tiene tres ventajas. Primera, según se mencionó antes, ayuda a conocer el funcionamiento de los mercados de capital locales. Segunda, a falta de información complementaria sobre la moneda de denominación o la jurisdicción, el mercado de emisión también puede ofrecer indicaciones sobre otras cuestiones de estabilidad financiera. En efecto, ante la falta de información sobre algunas características de numerosos valores individuales, el BPI aplica criterios amplios al objeto de identificar el mercado de emisión, incorporando tanto datos aproximados como el país donde se ha registrado (Recuadro 2).

La tercera ventaja de centrarse en el mercado primario es que complementa las estadísticas de numerosas agencias nacionales, por lo general también basadas en el mercado de emisión al margen de la moneda. Por último, el mercado de emisión va implícito en la definición anterior del BPI de títulos de deuda internacional, lo que proporciona cierta continuidad.

El BPI sigue diferenciando entre los diferentes mercados primarios en función de la residencia del emisor: mercado nacional es aquel en el que emiten los residentes, e internacional aquel en el que lo hacen los no residentes<sup>9</sup>. Por consiguiente, títulos de deuda internacionales son los emitidos en un mercado que está fuera del país donde reside el prestatario, incluyendo lo que los participantes del mercado suelen conocer como «bonos extranjeros» y «eurobonos». Los bonos extranjeros los emiten no residentes conforme a las normas de registro de un mercado local; por ejemplo, bonos en dólares emitidos en el mercado de Estados

<sup>8</sup> El desarrollo del HSS fue patrocinado por el BPI, el BCE y el FMI para promover la armonización. La Parte 1 se centra en las emisiones de valores de deuda, la Parte 2 en las carteras de títulos de deuda, y la Parte 3 en los valores de renta variable. La implementación de las recomendaciones del HSS fue respaldada en el informe dirigido a los Gobernadores y Ministros del G-20 sobre carencias en los datos puestas de manifiesto por la crisis financiera mundial de 2007–09 (FSB y FMI (2009)). El HSS puede consultarse en [www.imf.org/external/np/sta/wgsd/hbook.htm](http://www.imf.org/external/np/sta/wgsd/hbook.htm).

<sup>9</sup> Además del criterio de residencia del emisor, para distinguir el mercado de emisión el HSS expone un criterio de localización de la emisión. Con arreglo a este enfoque alternativo, «mercado nacional» es sinónimo de «mercado local»: todos los títulos de deuda emitidos en un país dado podrían definirse como nacionales con independencia de la residencia del emisor. Los eurobonos o bonos de jurisdicciones extraterritoriales no se emiten en ningún mercado local en particular y, por lo tanto, no se reflejan fácilmente con arreglo al criterio de localización de la emisión.



## Recuadro 2: Cómo identificar el mercado de emisión

A la hora de determinar el mercado de emisión de un valor, el BPI tiene en cuenta tres aspectos: el dominio de registro (ISIN), la plaza de cotización y el Derecho aplicable. El país que se obtiene en vista de cada uno de estos aspectos se coteja con el país de residencia del emisor. Cuando cualquiera de las características arroja un país que difiere del de residencia de la entidad emisora, el BPI considera que se trata de un título de deuda internacional. A finales de septiembre de 2012, todas las características disponibles para el 51% (11,1 billones de dólares estadounidenses) de los títulos de deuda considerados «internacionales» por el BPI arrojaban países diferentes con respecto a los de residencia de sus emisores, aunque para algunos de ellos solo se disponía de una característica. En el 34% de los casos (7,3 billones de dólares), al menos una característica los identificaba como «internacionales» (habitualmente, su ISIN), mientras que el resto de las características disponibles apuntaba al mismo país de residencia del emisor.

En caso de que la información disponible no resulte concluyente, el BPI considera que la emisión en cuestión es internacional. Aquí se incluyen aquellos títulos en los que el Derecho aplicable o la plaza de cotización difieren en función de la fuente de datos, así como aquellos clasificados como «internacionales» por el proveedor de datos en cuestión. A finales de septiembre de 2012, estas emisiones suponían el 15% (3,2 billones de dólares) de los títulos de deuda considerados «internacionales» por el BPI.

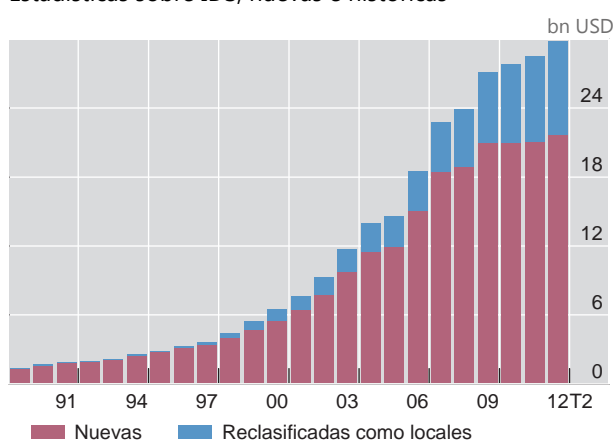
Unidos por prestatarios que residan fuera de ese país. Los eurobonos, o bonos emitidos en jurisdicciones extraterritoriales, ajenos a las normas de registro de cualquier mercado local, se emiten por lo general en una moneda extranjera.

Al aplicar esta definición revisada, la estimación del BPI del volumen neto de títulos de deuda internacionales se redujo en un 16% al cierre de 2000 y en un 27% a finales de septiembre de 2012 (Gráfico 3, panel izquierdo). Casi la totalidad de la reducción se explica por la reclasificación, como bonos nacionales, de emisiones en moneda local por residentes en el mercado local y aseguradas por un sindicato con al menos un banco extranjero. Una pequeña parte de la reducción también se explica por la reclasificación, como nacionales, de bonos emitidos por residentes en el mercado local pero denominados en alguna moneda extranjera; por ejemplo, bonos denominados en euros emitidos en Croacia por el gobierno croata.

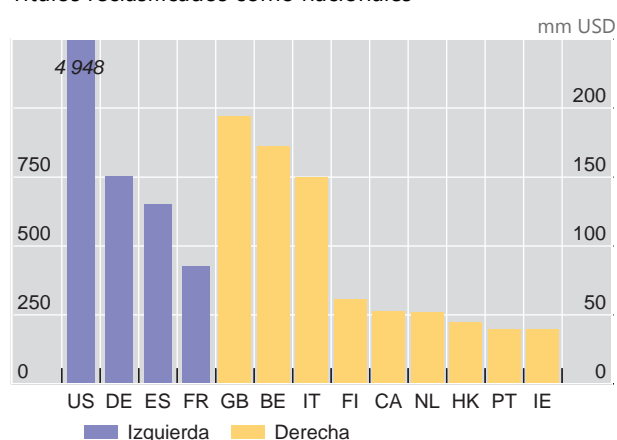
### Nueva definición de título de deuda internacional

Gráfico 3

Estadísticas sobre IDS, nuevas e históricas<sup>1</sup>



Títulos reclasificados como nacionales<sup>2</sup>



BE = Bélgica; CA = Canadá; DE = Alemania; ES = España; FI = Finlandia; FR = Francia; GB = Reino Unido; HK = Hong Kong RAE; IE = Irlanda; IT = Italia; NL = Países Bajos; PT = Portugal; US = Estados Unidos.

<sup>1</sup> Importes en circulación. <sup>2</sup> Según definición histórica, IDS en circulación a finales de junio de 2012.

Fuentes: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; datos nacionales; BPI.

En términos absolutos, la definición revisada afectó principalmente a los títulos de deuda emitidos por residentes de economías avanzadas. Del total de 8,2 billones de dólares estadounidenses reclasificados como títulos de deuda nacionales a finales de septiembre de 2012, 5 billones correspondían a valores emitidos por residentes en Estados Unidos (Gráfico 3, panel derecho) y otros 2,5 billones a emisiones por residentes en la zona del euro.

## Armonización de clasificaciones

El segundo cambio consiste en armonizar las clasificaciones, o desgloses, con las del HSS. Las principales clasificaciones son: sector del prestatario, y moneda, tipo de tasa de interés y vencimiento del instrumento. Si bien estas clasificaciones coinciden con las previamente publicadas por el BPI, algunas etiquetas y definiciones se han ajustado en aras de la armonización.

Los ajustes más importantes afectan a la clasificación sectorial. El BPI, que previamente incluía a los bancos centrales en la categoría de gobierno, los agrupa ahora con las sociedades financieras, en particular con las sociedades financieras no bancarias<sup>10</sup>. Los emisores societarios han pasado a denominarse «sociedades no financieras» para dejar claro que quedan excluidas las instituciones financieras. La reclasificación de los bancos centrales como sociedades financieras tuvo un notable impacto en las estadísticas sobre DDS de algunos países, si bien apenas afectó a las estadísticas sobre IDS.

El BPI ha venido publicando las estadísticas sobre IDS desglosadas tanto por nacionalidad como por residencia del emisor, y así seguirá haciéndolo aunque el HSS no proporcione ninguna orientación sobre la nacionalidad. La nacionalidad se refiere al deudor final, por oposición al prestatario inmediato determinado con arreglo al criterio de residencia, y está vinculada a la consolidación de activos y pasivos para entidades relacionadas. La información por nacionalidad es útil para analizar el apoyo que eventualmente podría prestar la matriz y para entender los vínculos entre prestatarios en diferentes países y sectores. Por ejemplo, las deudas de la filial de un banco brasileño en Islas Caimán podrían estar avaladas por su matriz. Por coherencia con el criterio aplicado en las estadísticas bancarias internacionales, el BPI basa la nacionalidad del emisor en la residencia de su sociedad matriz, al margen de cualesquiera titulares intermedios.

Clasificar las emisiones internacionales por nacionalidad en lugar de por residencia conlleva reasignar la actividad de emisión, detrayéndola de los centros financieros y atribuyéndola a las principales economías. Los volúmenes de IDS para Islas Caimán, Irlanda, los Países Bajos y el Reino Unido son sustancialmente menores cuando se aplica el criterio de nacionalidad en lugar del de residencia (Gráfico 4, panel izquierdo). En cambio, por el criterio de nacionalidad, en los casos de Brasil, China, India y Rusia, estos volúmenes son más de dos veces mayores (Gráfico 4, panel derecho).

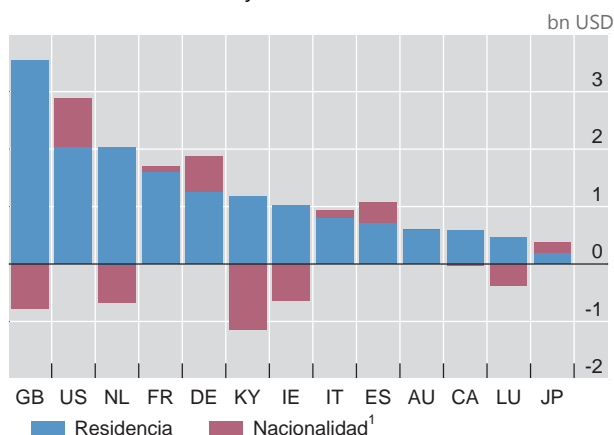
<sup>10</sup> Para facilitar la interpretación, el BPI sigue empleando la etiqueta de «bancos» para referirse a los emisores clasificados en el HSS como «sociedades captadoras de depósitos, excepto el banco central».

## Títulos de deuda internacional, por residencia y nacionalidad del emisor

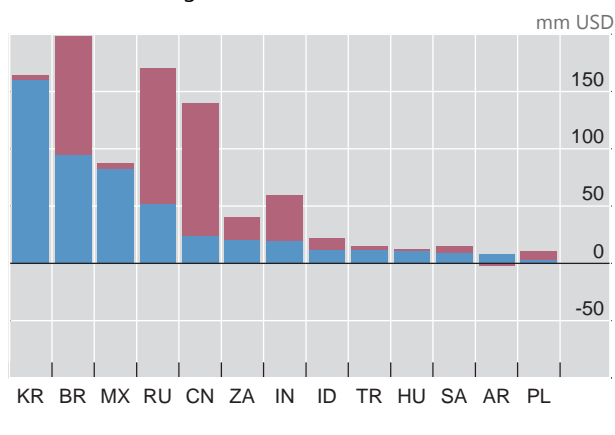
Importes en circulación para sociedades financieras y no financieras, a finales de septiembre de 2012

Gráfico 4

### Economías avanzadas y centros financieros



### Economías emergentes



AR = Argentina; AU = Australia; BR = Brasil; CA = Canadá; CN = China; DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; GB = Reino Unido; HU = Hungría; ID = Indonesia; IE = Irlanda; IN = India; IT = Italia; JP = Japón; KR = Corea; KY = Islas Caimán; LU = Luxemburgo; MX = México; NL = Países Bajos; PL = Polonia; RU = Rusia; SA = Arabia Saudí; TR = Turquía; US = Estados Unidos; ZA = Sudáfrica.

<sup>1</sup> Los importes en circulación por nacionalidad equivalen al total acumulado de los importes reflejados según el criterio de residencia y nacionalidad; por ejemplo, en el caso de un importe negativo por nacionalidad, el importe en circulación por nacionalidad es menor que el importe en circulación por residencia.

Fuentes: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; BPI.

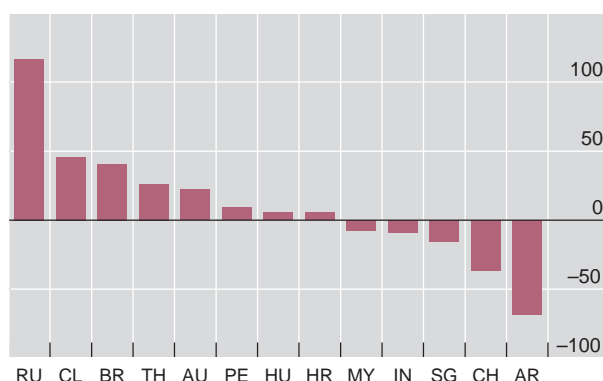
## Mayor utilización de datos de bancos centrales

El último cambio consiste en hacer mayor uso de las estadísticas sobre instrumentos de deuda difundidas por bancos centrales. El BPI colabora desde 2009 con los bancos centrales al objeto de recopilar estadísticas conformes a las clasificaciones del HSS. La mayoría de los 56 países declarantes al BPI facilitan en la actualidad los datos solicitados en su totalidad o en parte. Estos datos son más comparables y las diferencias están mejor documentadas en comparación con las estadísticas sobre DDS que el BPI anteriormente compilaba a partir de diversas fuentes.

El BPI ha comenzado a publicar el total de títulos de deuda (TDS) para aquellos casos en los que el banco central comunica conjuntamente los datos de emisiones nacionales e internacionales por parte de sus residentes. Al igual que antes, el BPI no agrega sus propias estadísticas sobre IDS con las estadísticas sobre DDS de otras fuentes. En concreto, el total de títulos de deuda sólo se publica si lo comunican los bancos centrales, que están más capacitados para garantizar que las emisiones no se contabilizan por duplicado. En caso de dificultades para identificar el mercado de emisión, algunos bancos centrales optan por no informar por separado de los títulos de deuda nacionales e internacionales, facilitando en su lugar únicamente un total conjunto. Así sucede en particular en aquellos países cuyos mercados de bonos están integrados internacionalmente, como los países de la zona euro y Estados Unidos. Cuando solo se dispone de las estadísticas sobre TDS, el BPI ha suspendido la publicación de los datos sobre DDS para dicho país. Únicamente cuando el banco central no comunique estadísticas sobre TDS ni sobre DDS

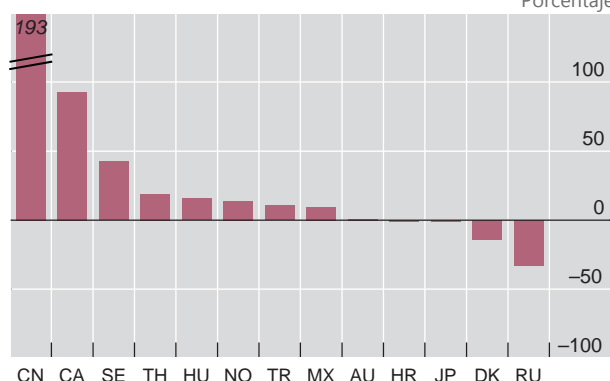
Diferencia entre estadísticas DDS nuevas e históricas<sup>1</sup>

Porcentaje



Diferencia entre estadísticas IDS del BPI y datos nacionales<sup>2</sup>

Porcentaje



AR = Argentina; AU = Australia; BR = Brasil; CA = Canadá; CH = Suiza; CL = Chile; CN = China; DK = Dinamarca; HR = Croacia; HU = Hungría; IN = India; JP = Japón; MX = México; MY = Malasia; NO = Noruega; PE = Perú; RU = Rusia; SE = Suecia; SG = Singapur; TH = Tailandia; TR = Turquía.

<sup>1</sup> Estadísticas sobre títulos de deuda nacionales (DDS) nuevas menos históricas, en porcentaje de las estadísticas DDS históricas; importes en circulación a finales de marzo de 2012. Los países enumerados son aquellos para los que la diferencia superó el 5%. <sup>2</sup> Estadísticas nuevas del BPI sobre IDS menos datos nacionales, estos últimos obtenidos a partir de las posiciones de TDS y DDS declaradas por bancos centrales; importes en circulación a finales de junio de 2012, salvo para AU, CA y MX (finales de marzo de 2012) y CN (finales de 2011).

Fuentes: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; datos nacionales; BPI.

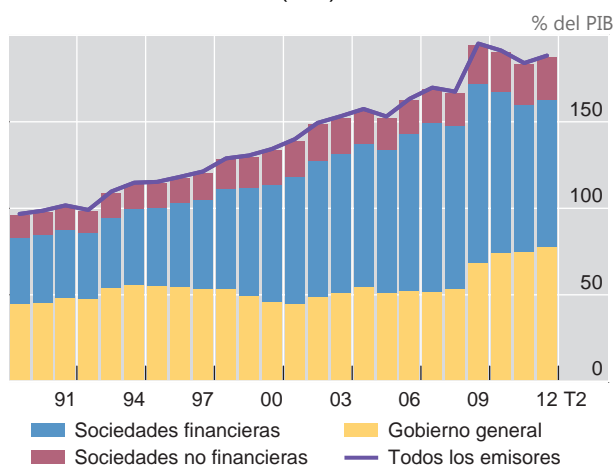
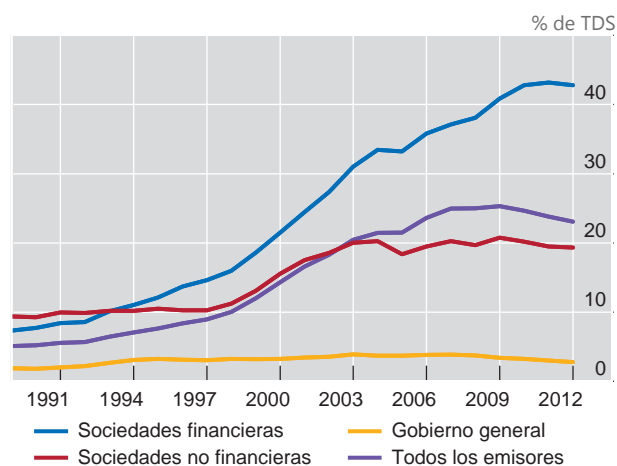
conforme a las clasificaciones del HSS, el BPI continuará recopilando los títulos de deuda nacionales con base en cualquier información disponible.

Muchos bancos centrales solo refieren saldos netos, en cuyo caso el BPI estima su variación neta para obtener un valor aproximado del nuevo endeudamiento neto. Dicha variación se ajusta por el tipo de cambio asumiendo que los importes en circulación están denominados en la moneda local. Se trata de un supuesto poco realista para el total de valores de deuda, por lo que la variación de los importes solamente se estima para los títulos de deuda nacionales.

Los valores de las nuevas estadísticas sobre DDS tienden a ser más elevados que los publicados anteriormente, en algunos países de forma muy señalada (Gráfico 5, panel izquierdo). La diferencia se explica por la mayor cobertura de los datos facilitados por el banco central, así como por la reversión de los ajustes practicados por el BPI en las estadísticas sobre DDS anteriores para prevenir el doble cómputo de las emisiones locales dirigidas a inversores internacionales.

La creciente importancia de los mercados de bonos queda patente en las estadísticas sobre TDS. En los países de la muestra —economías avanzadas en su mayoría— sobre los que se dispone de una larga serie temporal, el volumen en circulación de valores de deuda pasó del 135% del PIB en 2000 al 188% en 2012. El aumento es atribuible principalmente a la actividad de las empresas financieras durante los años previos al estallido de la crisis financiera en 2007 y, con posterioridad, a la actividad de los gobiernos (Gráfico 6, panel izquierdo). Durante gran parte de ese período, la emisión internacional aumentó más rápidamente que la emisión nacional: la proporción de los bonos internacionales en circulación sobre el total de emisores se incrementó del 14% al 25% entre 2000 y 2009 (Gráfico 6, panel derecho). Desde 2009, sin embargo, la emisión internacional se ha visto superada por la emisión nacional, a causa de la baja proporción de endeudamiento de los gobiernos en los mercados internacionales.

Total de títulos de deuda (TDS)

Títulos de deuda internacional<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Suma para una muestra fija de 17 países sobre los que se publican datos desde 1989. <sup>2</sup> Para los títulos de deuda internacional, estadísticas nuevas del BPI.

Fuentes: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; datos nacionales; BPI.

Aunque las estadísticas sobre IDS compiladas a partir de la base de datos del BPI sobre valores individuales y las estadísticas de los bancos centrales sobre DDS y TDS están en principio armonizadas con el HSS, en la práctica persisten leves discrepancias. En gran medida se trata de discrepancias idiosincrásicas, frente a las cuestiones sistemáticas que afectaban a la comparabilidad de los datos publicados anteriormente. En la muestra de 13 países que remiten estadísticas tanto sobre TDS como sobre DDS, el dato estimado por el BPI de IDS en circulación suele ser mayor que el obtenido a partir de los datos nacionales (Gráfico 5, panel derecho). La diferencia se explica en parte por el carácter incompleto de la información sobre las características que utiliza el BPI para distinguir las emisiones nacionales de las internacionales (Recuadro 2).

## Futuras mejoras

La aplicación en diciembre de 2012 de las revisiones a sus estadísticas sobre títulos de deuda supone un nuevo paso del BPI para alcanzar su objetivo a largo plazo de publicar datos completos y comparables de intermediación financiera en los distintos mercados de deuda. Están previstas otras mejoras basadas en el marco conceptual del HSS, como por ejemplo publicar nuevos desgloses para emisiones de títulos de deuda y mejorar los datos sobre tenencias de valores.

De cara a las estadísticas sobre IDS, el BPI seguirá perfeccionando la identificación del mercado de emisión intentando encontrar detalles que falten sobre las características de los valores individuales. En el futuro, los datos sobre el mercado de emisión se desglosarán en bonos extranjeros y eurobonos. De este modo, los bonos extranjeros podrían combinarse con los títulos de deuda nacionales para estimar el tamaño del mercado local de bonos y para analizar la función desempeñada por los emisores extranjeros en su desarrollo.

A medida que un mayor número de bancos centrales comunique los datos necesarios conforme a las clasificaciones del HSS, las estadísticas sobre DDS y TDS irán incluyendo nuevos detalles. Los detalles que podrían ser útiles para analizar la estabilidad financiera son: subsector, en especial una mayor descomposición de las sociedades financieras; vencimiento, tanto original como residual; tasa de interés de la emisión (por ejemplo, fija, vinculada a la tasa de interés, vinculada a la inflación); y moneda. Además de facilitar el seguimiento de los descalces de monedas, el desglose por monedas permitiría calcular la variación ajustada por el tipo de cambio de las cantidades en circulación, en vez de los flujos.

También están previstas mejoras adicionales en la comparabilidad. Las metodologías de valoración aún no están plenamente armonizadas en todos los países, remitiéndose algunas estadísticas sobre DDS y TDS al valor de mercado y otras al valor facial o nominal. Teniendo en cuenta el especial interés de las estadísticas del BPI por la actividad de préstamo, siempre que estén disponibles se proporcionarán los valores faciales.

Por último, el BPI seguirá colaborando con grupos internacionales para mejorar la disponibilidad de datos sobre las tenencias de títulos de deuda por los distintos tipos de inversores. El FMI introdujo en 2012 una norma más estricta de difusión de información que exige a los países publicar los títulos de deuda por sectores de contrapartida (*from-whom-to-whom basis*), como indica la Parte 2 del HSS (FMI (2012)). Asimismo, y en el marco de las mejoras en las estadísticas bancarias internacionales acordadas por el CGFS, se dispondrá de datos más detallados sobre las tenencias de valores por los bancos (CGFS (2012)).

## Referencias bibliográficas

Banco de Pagos Internacionales (BPI) (2002): «Comparison of creditor and debtor data on short-term external debt», *BIS Papers*, n° 13, diciembre, disponible en [www.bis.org/publ/bppdf/bispap13.pdf](http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap13.pdf).

BPI (2008a): «Regional financial integration in Asia: present and future», *BIS Papers*, n° 42, octubre. Disponible en [www.bis.org/publ/bppdf/bispap42.pdf](http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap42.pdf).

BPI (2008b): «Financial globalisation and emerging market capital flows», *BIS Papers*, n° 44, diciembre. Disponible en <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap44.pdf>.

Comité sobre el Sistema Financiero Global (CSFG) (2007): «Financial stability and local currency bond markets», *CGFS Publications*, n° 28, junio, disponible en: [www.bis.org/publ/cgfs28.pdf](http://www.bis.org/publ/cgfs28.pdf).

CSFG (2012): «Improving the BIS international banking statistics», *CGFS Publications*, n° 47, noviembre. Disponible en [www.bis.org/publ/cgfs47.htm](http://www.bis.org/publ/cgfs47.htm).

Financial Stability Forum and International Monetary Fund (2009): *The financial crisis and information gaps*, Informe a los Gobernadores de Bancos Centrales y Ministros de Economía del G-20, 29 octubre.

Euro-currency Standing Committee (1986): «Recent innovations in international banking», *CGFS Publications*, n° 1, abril, en [www.bis.org/publ/ecsc01.htm](http://www.bis.org/publ/ecsc01.htm).

Foro sobre la Estabilidad Financiera (2000): «Report of the Working Group on Capital Flows», marzo, en [www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0004.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0004.pdf).

Fondo Monetario Internacional (2012): «The Special Data Dissemination Standard Plus», Policy Paper, 4 octubre, disponible en [www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/090712a.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/090712a.pdf).

Pêtre, D. (2009): «Mining individual securities databases for analytical purposes: the example of the BIS international debt securities statistics», *IFC Bulletin*, nº 29, enero, pp. 177–81, disponible en [www.bis.org/ifc/publ/ifcb29.htm](http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb29.htm).

Zettelmeyer, J. y M. Gulati (2012): «In the slipstream of the Greek debt exchange», *VOX*, 5 marzo.