

Aspectos más destacados de las estadísticas internacionales del BPI¹

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. Este capítulo resume los últimos datos relativos al mercado bancario internacional y los mercados OTC de derivados disponibles hasta finales de 2013.

Los activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI retrocedieron por séptimo trimestre consecutivo entre finales de septiembre y finales de diciembre de 2013. No obstante, el ritmo de contracción fue más lento que en los dos trimestres anteriores. El descenso se produjo tanto en los activos frente a entidades bancarias como no bancarias. Por monedas, los activos denominados en euros disminuyeron notablemente, mientras que aumentó el crédito transfronterizo concedido en dólares estadounidenses y yenes japoneses. Gracias al fuerte crecimiento del crédito a China, los activos transfronterizos frente a los países emergentes de Asia continuaron incrementando a buen ritmo.

Los mercados OTC de derivados siguieron en expansión durante el segundo semestre de 2013. El aumento de los importes nominales estuvo impulsado por los derivados sobre tasas de interés, sobre todo los contratos con vencimientos a medio y largo plazo. En los mercados de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) continuaron adquiriendo peso la compensación y el neteo centralizados.

El mercado bancario internacional en el cuarto trimestre de 2013²

Entre finales de septiembre y finales de diciembre de 2013, los préstamos bancarios transfronterizos se redujeron por séptimo trimestre consecutivo. La caída por valor

¹ Stefan Avdjiev (stefan.avdjiev@bis.org) es el autor de la sección bancaria de este artículo y Philip Wooldridge (philip.wooldridge@bis.org) de la sección sobre derivados. El apoyo estadístico ha corrido a cargo de Pablo García-Luna, Sebastian Goerlich y Jeff Slee (estadísticas bancarias) y Denis Pêtre (derivados).

² Las estadísticas bancarias internacionales a finales de diciembre de 2013, sobre todo las estadísticas bancarias consolidadas en base al riesgo último, se han visto afectadas por cambios metodológicos relacionados con la aplicación de las mejoras recomendadas por el Comité sobre el Sistema Financiero Global. Las significativas rupturas que presentan los últimos datos se explican en BPI «BIS international banking statistics at end-December 2013», *Statistical release*, abril de 2014, www.bis.org/statistics/rppb1404.htm.

de 122 000 millones de dólares (0,4%) llevó la disminución total acumulada desde finales de marzo de 2012 hasta los 2,4 billones de dólares o 7,8%. No obstante, la última contracción fue considerablemente menor que en los dos trimestres anteriores, que promediaron los 520 000 millones de dólares (1,7%).

El crédito transfronterizo se redujo tanto frente a entidades bancarias como no bancarias. Los activos interbancarios, que en las estadísticas bancarias territoriales³ engloban tanto las posiciones frente a oficinas del grupo como frente a bancos no relacionados, disminuyeron en 38 000 millones de dólares (0,2%). El crédito transfronterizo a entidades no bancarias, que principalmente incluye instituciones financieras no bancarias, gobiernos y empresas, también disminuyó (en 85 000 millones de dólares o 0,7%) durante los tres últimos meses de 2013.

Activos transfronterizos denominados en euros

La disminución agregada de los activos transfronterizos durante el cuarto trimestre de 2013 se debió principalmente a la contracción de los activos denominados en euros por valor de 355 000 millones de dólares (3,6%) (Gráfico 1, panel izquierdo). En cambio, los activos en dólares estadounidenses y yenes japoneses aumentaron en 64 000 (0,5%) y 61 000 millones de dólares (5,2%), respectivamente.

La acusada caída de los activos transfronterizos denominados en euros durante el cuarto trimestre de 2013 se enmarca en una tendencia más amplia observada a lo largo de los últimos años. Los volúmenes en circulación de crédito bancario transfronterizo en euros —incluido el concedido entre países de la zona del euro— se han reducido en 1,9 billones de euros (21%) desde finales de marzo de 2008. La contracción en el crédito transfronterizo denominado en euros supuso casi dos tercios de la reducción total del volumen de activos en circulación (medido en dólares estadounidenses) durante el mismo periodo⁴.

La disminución de los activos transfronterizos denominados en euros entre finales de marzo de 2008 y finales de diciembre de 2013 se distribuyó ampliamente entre países y sectores prestatarios (Gráfico 1, panel central). Los activos frente a entidades bancarias ubicadas dentro de la zona del euro se redujeron en 1,2 billones de euros (32%) durante el periodo 2008-13, mientras que las posiciones frente a prestatarios no bancarios de la zona retrocedieron en 220 000 millones de euros (10%)⁵. El crédito transfronterizo en euros a prestatarios externos a la zona del euro también se redujo ostensiblemente: en 352 000 millones de euros (17%)

³ Las estadísticas bancarias territoriales se estructuran en base a la ubicación de las oficinas bancarias y recogen las operaciones de todas las entidades con actividad internacional radicadas en el país declarante, independientemente de la nacionalidad de la matriz. Los bancos registran sus posiciones en términos no consolidados, incluyéndose por tanto las que mantienen frente a sus propias sucursales de otros países.

⁴ Debido a las variaciones de los tipos de cambio, la simple comparación de las oscilaciones de las cantidades en circulación durante este periodo exageraría la contribución del euro a la disminución total de los activos transfronterizos. La devaluación del 13% del euro frente al dólar estadounidense entre finales de marzo de 2008 y finales de diciembre de 2013 redujo el valor declarado en dólares de los activos denominados en euros. Ahora bien, incluso si se ajustan las cifras en función de las variaciones de los tipos de cambio, el euro sigue siendo el responsable de la mayor parte de la contracción en el crédito concedido.

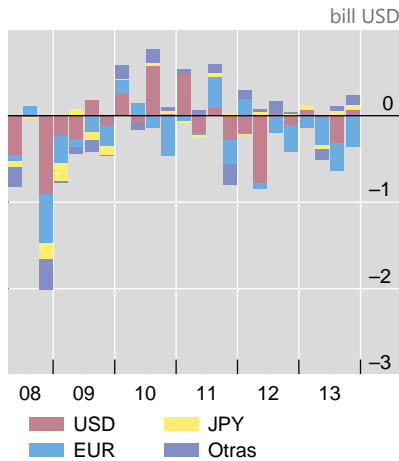
⁵ Para consultar un análisis sobre la reciente disminución de la actividad interbancaria internacional en la zona del euro, véase P. García-Luna y A. van Rixtel, «Actividad interbancaria internacional en retroceso», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2014, pp. 7-8, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403x_es.htm.

Evolución del crédito bancario transfronterizo denominado en euros

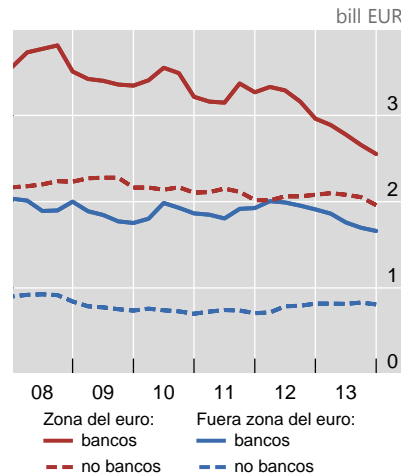
Activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI, incluido entre países de la zona del euro¹

Gráfico 1

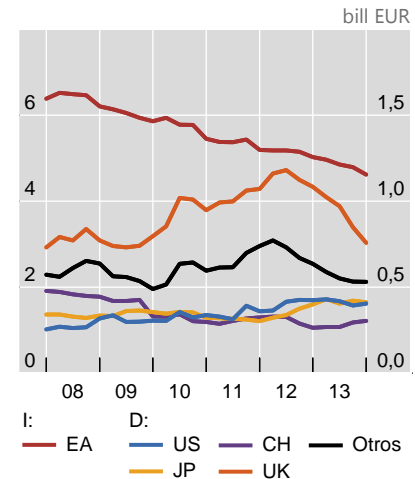
Oscilación ajustada por el tipo de cambio y rupturas en las series, por moneda



Volumen en circulación de activos denominados en euros, por país de residencia y sector de la contraparte²



Volumen en circulación de activos denominados en euros, por nacionalidad del banco declarante²



EA = bancos zona del euro; US = bancos estadounidenses; JP = bancos japoneses; CH = bancos suizos; UK = bancos británicos.

¹ Incluye activos intragrupo. ² Cantidades convertidas a euros a tipos de cambio al final del periodo.

Fuente: estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia (Table 5A, 6A, 6B) y nacionalidad (Table A2).

frente a entidades bancarias y 111 000 millones de euros (12%) frente a instituciones no bancarias. En 2013, el crédito en euros a bancos de la zona del euro siguió retrocediendo, mientras que apenas varió el concedido a instituciones no bancarias de fuera de la zona.

Las estadísticas bancarias territoriales por nacionalidad pueden utilizarse para averiguar qué sistemas bancarios fueron los responsables de la contracción de los activos transfronterizos denominados en euros. La caída por valor de 1,9 billones de euros (29%) declarada por las entidades bancarias de la zona del euro fue la mayor responsable de la caída total que se produjo entre finales de marzo de 2008 y finales de diciembre de 2013 (Gráfico 1, panel derecho). El crédito transfronterizo en euros concedido por bancos suizos también disminuyó de modo significativo (169 000 millones de euros o 36%). En cambio, los bancos estadounidenses y japoneses registraron incrementos en esa misma categoría, por valor de 134 000 millones de euros (50%) y 71 000 millones de euros (21%), respectivamente. Los activos transfronterizos denominados en euros de los bancos británicos, que habían crecido rápidamente entre finales de marzo de 2008 y finales de junio de 2012 (en 389 000 millones de euros o 49%), se redujeron drásticamente entre mediados de 2012 y finales de 2013 (423 000 millones de euros o 36%).

Crédito a economías de mercado emergentes

Los activos transfronterizos frente a economías de mercado emergentes aumentaron en 91 000 millones de dólares (2,5%) entre finales de septiembre y finales de diciembre de 2013. La cifra agregada esconde notables divergencias entre regiones. Los activos transfronterizos frente a las economías emergentes de Asia, impulsados por el fuerte crecimiento del crédito a China, continuaron aumentando

a buen ritmo en el cuarto trimestre de 2013 (115 000 millones de dólares o 6,4%). El crédito transfronterizo a América Latina también aumentó, pero mucho más despacio (6 400 millones de dólares o 1,0%). Por su parte los activos frente a países emergentes de Europa y África y Oriente Medio se contrajeron en 9 700 millones de dólares (1,3%) y 20 000 millones de dólares (4,2%), respectivamente.

Al igual que ocurrió en trimestres anteriores, el reciente aumento de los préstamos transfronterizos a economías emergentes asiáticas estuvo principalmente impulsado por los activos frente a China (81 000 millones de dólares o 9,0%). Las estadísticas bancarias consolidadas⁶ indican que el fuerte crecimiento registrado recientemente en el crédito internacional a China se nutrió principalmente de préstamos a corto plazo. La participación relativa de los activos frente a China con vencimiento residual inferior a un año se incrementó, pasando del 56% a finales de 2007 al 76% a finales de 2010 y al 79% a finales de 2013.

Los activos transfronterizos frente al resto de países emergentes de Asia crecieron en 34 000 millones de dólares (3,9%) entre finales de septiembre y finales de diciembre de 2013. Los activos frente a Indonesia se incrementaron en 4 100 millones de dólares (5,2%). En cambio, el crédito transfronterizo hacia Corea se contrajo en 3 000 millones de dólares (1,6%). Mientras tanto, los activos transfronterizos frente a la India permanecieron prácticamente inalterados durante el cuarto trimestre de 2013, a diferencia de lo sucedido en los dos anteriores cuando se produjeron sendas caídas.

El crédito transfronterizo a América Latina y el Caribe también aumentó, aunque no consiguió compensar totalmente las fuertes caídas del segundo y tercer trimestres de 2013⁷. Los préstamos transfronterizos dirigidos a México aumentaron en 8 900 millones de dólares (7,8%) en el cuarto trimestre de 2013, mientras que frente a Brasil disminuyeron en 4 000 millones de dólares (1,3%). Las estadísticas bancarias consolidadas revelaron que la expansión conjunta del crédito transfronterizo a América Latina y el Caribe se produjo pese a una caída en el crédito exterior a la región concedido por los bancos estadounidenses, cuya participación en los activos exteriores frente a la región cayó del 21% a finales de septiembre de 2013 al 20% a finales de diciembre de 2013. En cambio, durante ese mismo periodo aumentó la participación relativa de los bancos españoles en los activos transfronterizos, que principalmente se realiza a través de sus sucursales en los países prestatarios y por tanto tiende a financiarse localmente, pasando del 39% al 41%.

Los activos transfronterizos frente a las economías emergentes de Europa siguieron disminuyendo durante el cuarto trimestre de 2013. La evolución de la situación en la región estuvo dominada por una considerable contracción de los préstamos a Rusia (11 000 millones de dólares o 6,0%). En el resto de la región, se dieron situaciones variadas. Los activos frente a Polonia y Turquía aumentaron, en

⁶ Las estadísticas bancarias consolidadas se estructuran en función de la nacionalidad de los bancos declarantes y se presentan consolidadas a nivel mundial, es decir, excluyendo las posiciones entre filiales del mismo grupo bancario. Los bancos consolidan sus posiciones intragrupo y declaran solamente los activos frente a prestatarios con los que no guardan relación.

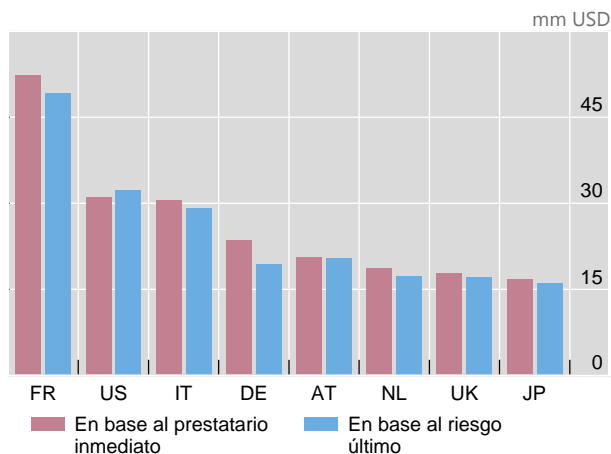
⁷ Para profundizar en el efecto de la aminoración por parte de la Fed de los flujos bancarios transfronterizos hacia América Latina y el Caribe, véase P. García-Luna y A. van Rixtel, «Los mercados emergentes y la posibilidad de una aminoración», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2013, pp. 11–12, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1312b_es.pdf.

Activos exteriores consolidados frente a Rusia y Ucrania, por nacionalidad del banco declarante

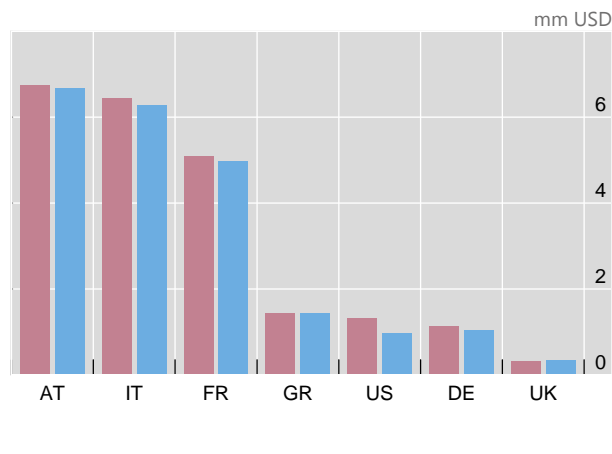
Final diciembre 2013

Gráfico 2

Activos frente a Rusia



Activos frente a Ucrania



AT = bancos austriacos; DE = bancos alemanes; FR = bancos franceses; GR = bancos griegos; IT = bancos italianos; JP = bancos japoneses; NL = bancos holandeses; UK = bancos británicos; US = bancos estadounidenses.

Fuente: estadísticas bancarias consolidadas del BPI (en base al prestatario inmediato y al riesgo último; Table 9B y 9D).

3 000 millones de dólares (1,6%) y 900 millones de dólares (0,7%) respectivamente, mientras que el préstamo a Hungría retrocedió en 2 400 millones de dólares (5,4%).

Las estadísticas bancarias consolidadas indican que, a finales de diciembre de 2013, en vísperas de las recientes tensiones en Ucrania, el total de activos exteriores de los bancos declarantes al BPI frente a Rusia (que incluyen los activos transfronterizos y los activos contabilizados por las sucursales locales) se situaba en 241 000 millones de dólares en base al prestatario inmediato y 218 000 millones de dólares en base al riesgo último⁸. Los bancos franceses (49 000 millones de dólares en base al riesgo último), estadounidenses (32 000 millones) e italianos (29 000 millones) declararon los mayores volúmenes en circulación frente a Rusia (Gráfico 2, panel izquierdo). Los activos transfronterizos representan la mayor parte de los activos exteriores de los bancos estadounidenses frente al país. En cambio, en el caso de los bancos franceses e italianos, la mayoría de sus activos exteriores frente a Rusia fueron activos locales contabilizados por sus sucursales en Rusia, que se financian en gran medida a nivel local.

Además de los activos exteriores antes mencionados, los bancos declarantes al BPI mantenían otras exposiciones potenciales —incluidos contratos de derivados, garantías y compromisos crediticios— frente a residentes en Rusia por un total de 151 000 millones de dólares. La mayoría (125 000 millones de dólares) de estas

⁸ Las estadísticas bancarias consolidadas se contabilizan tanto en base al riesgo último como en base al prestatario inmediato. Las primeras se ajustan para tener en cuenta el efecto de los instrumentos de mitigación del riesgo de crédito, como garantías y colateral, que transfieren el riesgo entre países y sectores, mientras que las estadísticas en base al prestatario inmediato no. Puede consultarse una explicación detallada de las diferencias entre ambas estadísticas en S. Avdjiev, «Qué muestran (y qué no) las estadísticas bancarias del BPI sobre la exposición de los sistemas bancarios a países o sectores concretos», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2011, pp. 14–15, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1103b_es.pdf.

exposiciones adoptaron la forma de garantías concedidas, que principalmente cubren los pasivos contingentes de los vendedores de protección para CDS (importe notional)⁹. Es importante señalar que esos pasivos contingentes suelen declararse en términos brutos, sin tener en cuenta acuerdos de compensación ni garantías. Así pues, representan el máximo de la exposición vinculada a CDS de los bancos frente a un determinado país.

En dólares estadounidenses, la exposición externa de los bancos con actividad internacional frente a Ucrania fue mucho menor que la registrada frente a Rusia. A finales de diciembre de 2013, los activos exteriores ascendían a 27 000 millones de dólares en base al prestatario inmediato y 24 000 millones en base al riesgo último. Los bancos europeos detentaban más del 90% de dichos activos (Gráfico 2, panel derecho). La mayoría de los activos exteriores frente a Ucrania (15 000 millones de dólares, en base al riesgo último) eran activos locales de las sucursales en Ucrania de bancos extranjeros. Otras exposiciones potenciales de los bancos declarantes al BPI frente a Ucrania supusieron 19 000 millones de dólares adicionales.

Mercado extrabursátil de derivados en el segundo semestre de 2013

El mercado extrabursátil de derivados continuó creciendo en el segundo semestre de 2013. Los importes nominales de contratos de derivados OTC en circulación, que determina los pagos contractuales y es un indicador de la actividad en estos mercados, ascendieron a 710 billones de dólares a finales de diciembre de 2013, lo que supone un aumento con respecto a los 693 billones de dólares a finales de junio de 2013 y 633 billones a finales de 2012 (Gráfico 3, panel izquierdo). Si se ajustan las cifras por variaciones de los tipos de cambio, los importes nominales a finales de 2013 superaron en un 1% los registrados a finales de junio de 2013 y en un 13% los de finales de 2012¹⁰.

Pese al incremento de los importes nominales, el valor de mercado de los contratos de derivados en circulación disminuyó, calculado a precios de mercado de finales de diciembre de 2013. El valor bruto de mercado de todos los contratos —es decir, el coste de reposición de todos los contratos en circulación a los precios de mercado vigentes en la fecha de declaración— se situó en 19 billones de dólares a finales de diciembre de 2013. Esto supone un descenso respecto de los 20 billones de dólares a finales de junio de 2013 y los 25 billones de dólares registrados a finales de 2012 (Gráfico 3, panel central).

El valor bruto de mercado representa la pérdida máxima en la que incurrirían los participantes del mercado si todas las contrapartes incumplieran sus compromisos contractuales de pago y los contratos pudieran reemplazarse a

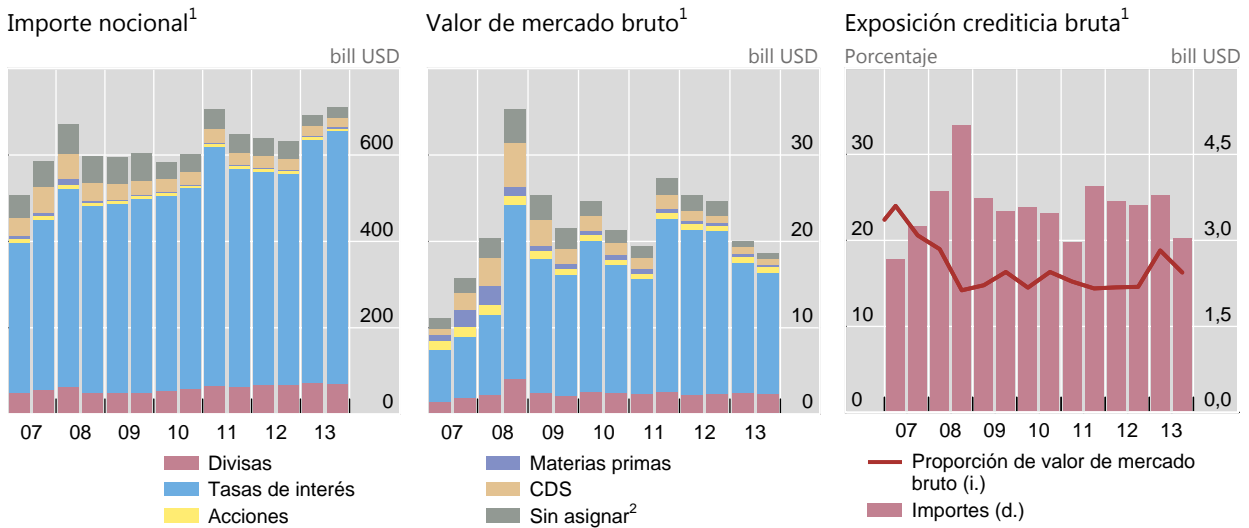
⁹ Para ver una explicación más detallada, véase S. Avdjiev, «Explorando la relación entre «garantías concedidas» y CDS vendidos», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2011, págs. 17 y 18, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1109b_es.pdf.

¹⁰ La apreciación del euro y la libra esterlina frente al dólar estadounidense entre finales de junio de 2013 y finales de diciembre de 2013 incrementó el valor en dólares de los contratos en circulación denominados en euros y libras. En cambio, la devaluación del yen japonés frente al dólar estadounidense redujo el valor en esa moneda de los contratos denominados en yenes.

Mercado mundial de derivados OTC

Posiciones abiertas, por tipo de datos y categoría de riesgo

Gráfico 3



¹ Consúltense las definiciones en BPI, «OTC derivatives statistics at end-December 2013», *Statistical release*, mayo de 2014, www.bis.org/publ/otc_hy1405.html. ² Posiciones abiertas con derivados OTC de intermediarios que no participan en la encuesta semestral del BPI. Estimaciones basadas en la Encuesta trienal del BPI sobre la actividad en el mercado de divisas y de derivados.

Fuente: estadísticas del BPI sobre derivados OTC.

precios actuales de mercado¹¹. Los participantes del mercado pueden reducir su exposición al riesgo de contraparte a través de acuerdos de compensación y garantías. Las exposiciones crediticias brutas ajustan los valores brutos de mercado en función de los acuerdos bilaterales de compensación con fuerza legal, pero no se tienen en cuenta las garantías. Las exposiciones crediticias brutas se situaron en 3,0 billones de dólares a finales de diciembre de 2013, produciéndose por tanto un descenso respecto a los 3,8 billones de dólares de finales de junio de 2013 (Gráfico 3, panel derecho). Esto supone el 16,3% de los valores brutos de mercado de finales de diciembre de 2013, ligeramente por encima de la media del periodo 2009-12 que se situó en 15,1%.

Derivados sobre tasas de interés

El segmento sobre tasas de interés acapara la mayor parte de la actividad de los mercados de derivados OTC (no organizados). En el caso de derivados sobre tasas de interés en una única moneda, los importes notionales de los contratos en circulación a finales de diciembre de 2013 ascendían a 584 billones de dólares, lo que supone el 82% del mercado mundial de derivados OTC. La gran mayoría de estos contratos son *swaps*, que alcanzaron 461 billones de dólares en esa fecha.

¹¹ El valor bruto de mercado se calcula sumando el valor absoluto de los valores brutos de mercado positivos y negativos. El valor bruto de mercado positivo corresponde a la ganancia —y el valor bruto de mercado negativo, a la pérdida— en que incurrirían los intermediarios de derivados si se vendieran todos los contratos en circulación a precios de mercado vigentes en la fecha de declaración.

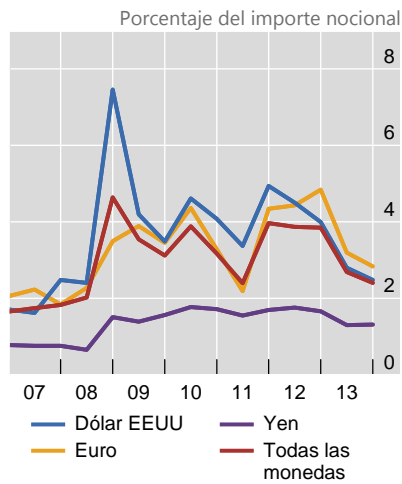
La reciente tendencia observada en los mercados mundiales, con importes nacionales crecientes pero valores de mercado menguantes, se vio impulsada por la evolución del segmento de las tasas de interés. Incluso a pesar del incremento de los valores nacionales, el valor bruto de mercado de los derivados sobre tasas de interés cayó hasta los 14 billones de dólares a finales de 2013 frente a los 15 billones a finales de junio del mismo año, y frente a su máximo más reciente de 20 billones de dólares a finales de 2011. Estas contracciones se registraron en los derivados sobre tasas de interés denominados en la mayoría de las monedas principales (Gráfico 4, panel izquierdo). La rentabilidad de los bonos a largo plazo y las tasas de los *swaps* en estas monedas se incrementaron a mediados de 2013 tras el anuncio en mayo de que la Reserva Federal de Estados Unidos anticipaba ir poniendo fin a su política de relajación cuantitativa¹². La caída del valor bruto de mercado de los derivados sobre tasas de interés durante este periodo parece ir en consonancia con las ventas generalizadas en el mercado de bonos y el consiguiente estrechamiento de la brecha entre las tasas de interés de mercado en la fecha de declaración y las tasas vigentes en el momento de la contratación¹³.

El aumento de los importes nacionales de los derivados sobre tasas de interés se concentró en los segmentos de medio y largo plazo. A finales de 2013, el importe nacional de los contratos con vencimiento residual entre uno y cinco años había crecido hasta los 234 billones de dólares (180 billones un año antes); dicho de otra manera, representaba el 40% de todos los vencimientos residuales (37% el año anterior) (Gráfico 4, panel central). En ese mismo periodo, el importe nacional de

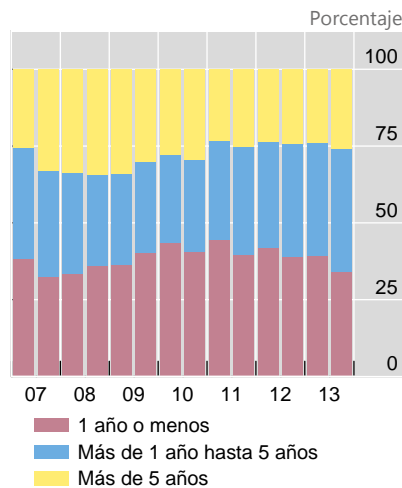
Derivados OTC sobre tasas de interés

Gráfico 4

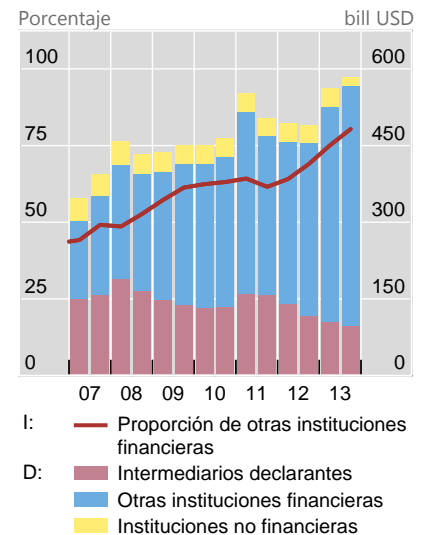
Valores de mercado brutos, por moneda



Importes nacionales, por vencimiento



Importes nacionales, por contraparte



Fuente: estadísticas del BPI sobre derivados OTC.

¹² Véase BPI, «Los mercados precipitan un endurecimiento de las condiciones financieras», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2013, pp. 1–11, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1309a_es.htm.

¹³ En el momento en que se crea un *swap* sobre tasas de interés, su valor de mercado es cero, es decir, el valor esperado de los flujos de efectivo correspondientes al interés fijo a lo largo de la vida del *swap* es igual al valor esperado de los flujos de efectivo correspondientes al interés variable.

contratos con vencimiento residual a más de cinco años pasó de 119 a 152 billones de dólares, hasta representar el 26% de todos los vencimientos, frente al 24% anterior. Esta mayor actividad en los segmentos a medio y largo plazo puede ser reflejo de los cambios en las expectativas de los inversionistas sobre la persistencia de tasas de interés oficiales bajas y sobre las compras de activos a gran escala por parte de los bancos centrales en el medio plazo¹⁴.

La distribución de los derivados sobre tasas de interés entre contrapartes indica un continuo desplazamiento de la actividad hacia instituciones financieras distintas de intermediarios, incluidas las entidades de contrapartida centrales (CCP)¹⁵. Los importes nominales de contratos de derivados sobre tasas de interés entre intermediarios han ido descendiendo a ritmo continuo desde 2011 hasta situarse en 96 billones de dólares a finales de 2013, en comparación con el máximo histórico (posterior a 2008) de 159 billones de dólares alcanzado a finales de junio de 2011 (Gráfico 4, panel derecho). Los contratos entre intermediarios y otras instituciones financieras alcanzaron los 470 billones de dólares a finales de 2013, o lo que es lo mismo, el 80% del total de contratos, lo cual supone un incremento respecto de los 355 billones de dólares y el 64% de finales de junio de 2011. El uso de la compensación centralizada sobrestima el crecimiento de los importes nominales para otras instituciones financieras, ya que los contratos que se compensan a través de una CCP dan lugar a dos contratos en circulación¹⁶.

Derivados sobre divisas

Los derivados sobre divisas constituyen el segundo mayor segmento del mercado mundial de derivados OTC. A finales de diciembre de 2013, los importes nominales de contratos sobre divisas en circulación ascendían a 71 billones de dólares, o un 10% de la actividad en derivados OTC.

Los últimos datos disponibles muestran pocos cambios en la composición por instrumentos de los derivados de divisas. Los *swaps* y los contratos de divisas a plazo supusieron casi la mitad de los importes nominales en circulación. Ahora bien, en base a su valor bruto de mercado, los *swaps* de divisas —que por lo general tienen unos vencimientos más largos que otros derivados sobre divisas y por tanto son más sensibles a las fluctuaciones de los precios de mercado— acapararon la mayoría del mercado.

A diferencia del mercado de derivados sobre tasas de interés, en el de derivados sobre divisas los contratos entre intermediarios siguieron acaparando casi tanta actividad como los contratos con otras instituciones financieras. En este segmento sobre divisas, los importes nominales en circulación entre intermediarios declarantes ascendían a 31 billones de dólares a finales de diciembre de 2013,

¹⁴ Véase BPI, «Las bajas tasas de interés estimulan los mercados de crédito al ceder terreno los bancos», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2013, pp. 1–12, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1312a_es.htm.

¹⁵ Los últimos datos disponibles muestran una disminución muy acusada de los importes nominales declarados para contratos sobre tasas de interés con clientes distintos de instituciones financieras. Esta caída se explica por la reclasificación de los contratos con CCP por parte de un intermediario, que anteriormente se habían declarado de manera errónea como operaciones con clientes no financieros pero que, a partir de diciembre de 2013, se empezaron a declarar como operaciones con otras instituciones financieras.

¹⁶ Véase N. Vause, «Compensación centralizada y estadísticas sobre derivados OTC», *Informe Trimestral del BPI*, junio de 2011, p. 19, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1106b_es.pdf.

prácticamente el mismo importe que los contratos con contrapartes financieras distintas de intermediarios. En promedio, los contratos entre intermediarios representan el 43% del total desde 2011, lo que supone un aumento respecto del nivel inferior al 40% de antes de 2011. La actividad entre intermediarios es especialmente significativa en los mercados del yen y el dólar estadounidense, donde a finales de diciembre de 2013 supuso el 52% y el 47% de los importes nacionales, respectivamente. La actividad entre intermediarios supone una proporción más grande en el caso de contratos más complejos, como *swaps* de divisas (54% de los importes nacionales) y opciones (49%).

Aunque la importancia relativa atribuida a las operaciones entre intermediarios difiere en las dos encuestas que realiza el BPI sobre la actividad con derivados —la encuesta semestral sobre posiciones abiertas, en la que se basa este informe, y la Encuesta Trienal sobre la volumen de contratación—, esta divergencia se debe sobre todo a diferencias estructurales de ambas encuestas. La Encuesta Trienal de 2013 señalaba como principales responsables del creciente volumen en los mercados de divisas a otras instituciones financieras, incluidos bancos más pequeños, inversionistas internacionales y *hedge funds*¹⁷. Esta evolución parece reflejar la contratación de instrumentos más sencillos con vencimientos más cortos, como operaciones al contado y a plazo. Las estadísticas sobre contratos en circulación de derivados OTC sugieren que los principales intermediarios siguen dominando la actividad con instrumentos más complejos a más largo plazo, como los *swaps* de divisas. Efectivamente, en el mercado de derivados sobre divisas, la actividad entre intermediarios supuso el 58% de los importes nacionales de contratos con vencimientos residuales a más de cinco años, mientras que los contratos con vencimientos a un año o menos solo representaban un 40%. Además, si bien las posiciones abiertas (en las estadísticas de derivados OTC) se declaran por intermediario en base global consolidada, los datos sobre volumen de contratación (en la Encuesta Trienal) se declaran por mesas de negociación e incluyen transacciones entre filiales de la misma institución declarante.

Swaps de incumplimiento crediticio (CDS)

En 2007, los derivados del crédito casi alcanzaron a los derivados sobre divisas como segundo segmento más importante del mercado mundial de derivados OTC, pero desde entonces los importes nacionales de este segmento han ido descendiendo continuamente. Los importes nacionales de CDS se redujeron hasta los 21 billones de dólares a finales de 2013, frente a los 29 billones de dólares a finales de 2011 y el máximo de 58 billones a finales de 2007 (Gráfico 5, panel izquierdo). El valor bruto del mercado de CDS cayó hasta los 0,7 billones de dólares a finales de 2013 en comparación con 1,6 billones de dólares a finales de 2011 (Gráfico 5, panel central). Por su parte, el valor neto de mercado disminuyó desde 417 000 millones de dólares hasta 139 000 millones de dólares en el mismo periodo. Esta cifra neta incorpora los acuerdos bilaterales de compensación que rigen los contratos de CDS pero, a diferencia de las exposiciones crediticias brutas, no está ajustada en función del neteo entre productos.

¹⁷ Véase D. Rime y A. Schrimpf, «Anatomía del mercado mundial de divisas a través de la Encuesta Trienal de 2013», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2013, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1312e_es.htm.

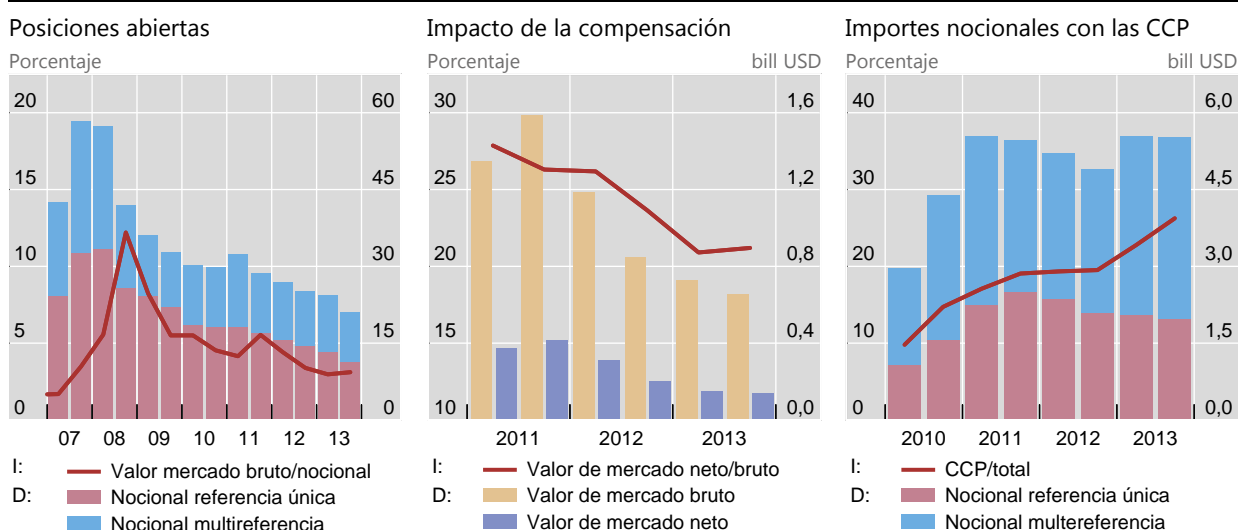
La caída las operaciones con CDS en general estuvo impulsada principalmente por la contracción de la actividad entre intermediarios. Los importes notacionales de los contratos entre intermediarios declarantes se redujeron hasta los 11 billones de los dólares a finales de diciembre de 2013, frente a los 14 billones de dólares a finales de 2012. Los importes notacionales con bancos y sociedades de valores también disminuyeron durante el mismo periodo, desde 3 billones de dólares hasta menos de 2 billones. La compresión de las operaciones siguió reduciendo los contratos redundantes, aunque el volumen de compresión se ha ralentizado respecto de los máximos alcanzados en el periodo 2008-09¹⁸.

La compensación centralizada continuó ganando terreno en el mercado de CDS en 2013. La compensación centralizada constituye una prioridad en la agenda de reformas regulatoras para los mercados OTC de derivados, con el objetivo de reducir los riesgos sistémicos. La compensación centralizada se extendió significativamente en el periodo 2010-11, cuando la proporción de contratos compensados a través de las CCP pasó de menos del 10% al 19% (Gráfico 5, panel derecho). Sin embargo, en 2012 ese avance se había estancado en el 19%, para aumentar de nuevo hasta el 26% al final de 2013. La participación relativa de las CCP es máxima en el caso de los productos de referencia múltiple, donde la utilización de CCP alcanza el 37%, pero es mucho menor para los productos de referencia única, donde el porcentaje se sitúa en el 17%. Los contratos con índices de CDS en el segmento de referencia múltiple tienden a estar más estandarizados que los del segmento de referencia única, lo que hace a los primeros más proclives a la compensación centralizada.

Debido en parte a la mayor utilización de la compensación central, el mercado de CDS ha experimentado un incremento del neteo. Estas operaciones de compensación permiten a los participantes del mercado reducir su exposición

Swaps de incumplimiento crediticio (CDS)

Gráfico 5



Fuente: estadísticas del BPI sobre derivados OTC.

¹⁸ Esta compresión es un proceso de eliminación de contratos que permite la liquidación temprana de operaciones económicamente redundantes con derivados, pero sin cambiar la posición neta de cada participante. Se pueden consultar estadísticas sobre compresiones multilaterales de contratos de CDS en TriOptima, www.trioptima.com/resource-center/statistics/triReduce.html.

frente a sus contrapartes compensando contratos con valor de mercado negativo con otros de valor positivo. Si se comparan los valores de mercado brutos y netos se observa la prevalencia de acuerdos bilaterales de compensación con fuerza legal. Como resultado de un mayor uso de estos acuerdos, el valor de mercado neto expresado como porcentaje del valor bruto se situó en el 21% a finales de 2013, respecto del 24% a finales de 2012 y el 26% a finales de 2011 (Gráfico 5, panel central). La prevalencia del neteo fue máxima en el caso de los contratos de CDS con CCP y otros intermediarios, donde redujo el cociente entre valor de mercado neto y bruto hasta el 9% y el 15% respectivamente a finales de 2013. En cambio, esa prevalencia es mínima en el caso de aseguradoras (83%) y sociedades de gestión especializada o SPV (57%).

La distribución de las entidades subyacentes de referencia indica que los contratos referenciados a instituciones no financieras han disminuido a un ritmo algo mayor que los referenciados a otros sectores. Los contratos de CDS en circulación referenciados a entidades no financieras se situaron en 7 billones de dólares a finales de diciembre de 2013, representando el 34% de total de contratación de CDS. Esto supone un descenso respecto del 37% de finales de 2012 y el 40% de finales de 2011 (cuando se declaró este desglose por primera vez). Los contratos referenciados a entidades financieras se situaron en 6 billones de dólares a finales de 2013, seguidos por los productos titulizados y de sectores múltiples que alcanzaron los 5 billones y los productos soberanos situados en menos de 3 billones. En cuanto a la calificación crediticia, los contratos referenciados a entidades con grado de inversión ascendieron a 13 billones de dólares, mientras que los referenciados a entidades con baja o ninguna calificación supusieron 8 billones de dólares.

Derivados vinculados a acciones y materias primas

Los importes nominales de derivados OTC vinculados a acciones o materias primas ascendieron a 9 billones de dólares a finales de diciembre de 2013 y su valor de mercado bruto se situó en 1 billón de dólares. La actividad de los primeros cayó de manera precipitada en el periodo 2008-09, para fluctuar después en torno a niveles similares a los importes nominales declarados a finales de diciembre de 2013: 6,6 billones de dólares.

En cambio la contratación sobre materias primas continúa disminuyendo. Mientras que entre 2004 y 2008 los intermediarios aumentaron su actividad con derivados sobre materias primas, desde entonces se han reducido sus posiciones abiertas en este segmento. El importe nominal de los derivados OTC sobre materias primas en circulación se redujo hasta los 2,2 billones de dólares a finales de 2013, desde los 2,9 billones de dólares a finales de 2009 y el máximo histórico de 8,5 billones de dólares a finales de 2007.