

Aspectos más destacados de los flujos de financiación mundial¹

El BPI, en colaboración con bancos centrales y autoridades monetarias de todo el mundo, compila y distribuye datos sobre la actividad financiera internacional. Con estos datos, confecciona indicadores de liquidez mundial e indicadores de alerta temprana sobre riesgos de crisis financieras. Este capítulo analiza tendencias recientes en dichos indicadores y resume los últimos datos sobre los mercados bancarios internacionales, disponibles hasta marzo de 2016, y sobre títulos de deuda internacionales, disponibles hasta junio de 2016.

Resumen

- En el primer trimestre de 2016 aumentaron los activos bancarios internacionales (la suma de los activos transfronterizos y activos locales en moneda extranjera de los bancos), algo que no sucedía desde finales de marzo de 2015. En base interanual, los activos bancarios internacionales disminuyeron un 4,5%, debido a una contracción del 8% interanual en los activos interbancarios.
- El volumen total de títulos de deuda internacionales siguió aumentando, con una emisión neta positiva en el primer y segundo trimestres de 2016; al término de este último, el importe de dichas obligaciones internacionales superaba en un 2,1% el registrado un año antes.
- El crecimiento interanual de los préstamos transfronterizos tanto en dólares estadounidenses a prestatarios fuera de los Estados Unidos como en euros a prestatarios fuera de la zona del euro se tornó negativo en el primer trimestre de 2016, registrando su primera contracción desde 2009 en el caso de los préstamos denominados en dólares y desde 2014 en el de los denominados en euros.
- El crédito internacional en dólares estadounidenses (suma de préstamos bancarios y títulos de deuda) frente a prestatarios no bancarios de economías

¹ Artículo elaborado por Torsten Ehlers (torsten.ehlers@bis.org) y Cathérine Koch (Catherine.koch@bis.org). El apoyo estadístico ha estado a cargo de Kristina Bektyakova, Bat-el Berger, Anamaria Illes y Pamela Pogliani.

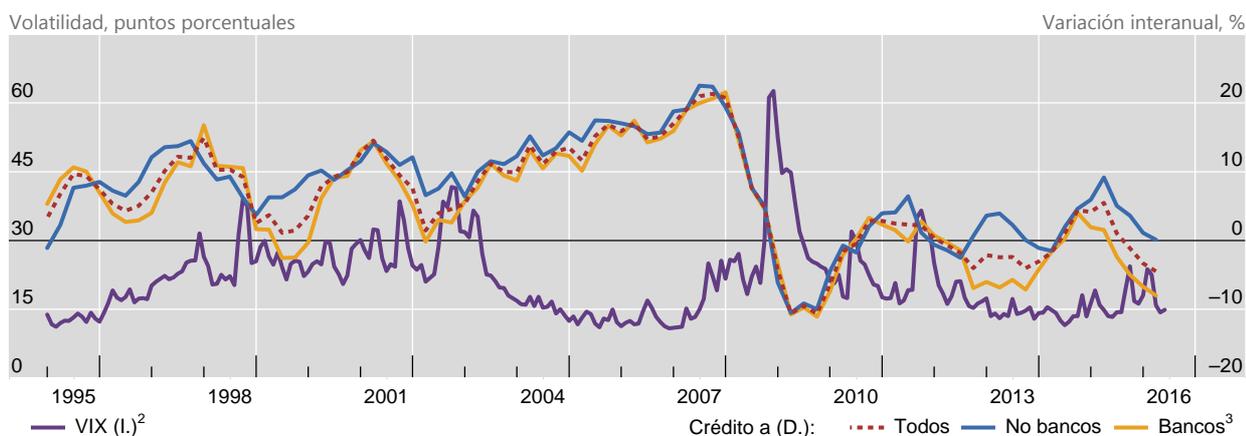
de mercados emergentes (EME) volvió a contraerse (en 33 000 millones de dólares) en el primer trimestre de 2016, marcando su tercer descenso trimestral consecutivo. Al cierre de marzo de 2016, el volumen total de activos en circulación se había caído a 3,2 billones de dólares.

- Los activos bancarios transfronterizos frente a residentes de China se redujeron en 63 000 millones de dólares en el primer trimestre. La reducción, aun siendo menor que la observada en trimestres anteriores, no impidió que la tasa de crecimiento anual bajase al -27%.
- El recurso al endeudamiento vía emisión de títulos de deuda en los mercados internacionales fue más consistente que el endeudamiento vía bancos, reanimándose la emisión neta de los prestatarios del sector financiero en las economías avanzadas en el primer trimestre de 2016 y afianzándose con fuerza la de los prestatarios de EME en el segundo.
- La tendencia a medio plazo a una mayor utilización del euro como moneda de financiación entre los emisores no financieros de títulos de deuda se mantuvo, pese al repunte que registró la emisión denominada en dólares estadounidenses en el segundo trimestre de 2016.
- El reciente referéndum británico sobre la permanencia en la Unión Europea ha puesto de manifiesto el elevado nivel de integración de los bancos del Reino Unido con el sistema bancario mundial en general y con el resto de Europa en particular. La actividad transfronteriza de los bancos *ubicados* en el Reino Unido es notablemente mayor que la de los bancos *con sede en* el Reino Unido. La participación del euro en los activos transfronterizos de los bancos ubicados en el Reino Unido ascendió al 33% a finales de marzo del 2016 (Recuadro A: «El Reino Unido como centro bancario internacional»).
- La reciente Encuesta trienal del BPI sobre mercados de divisas y de derivados muestra que la operativa con derivados extrabursátiles (OTC) ha mantenido un crecimiento vigoroso en los últimos años, mientras que el volumen de derivados negociados en bolsa no revela tendencia definida (Recuadro B: «Los mercados organizados no consiguen atraer negociación con derivados de los mercados OTC»).

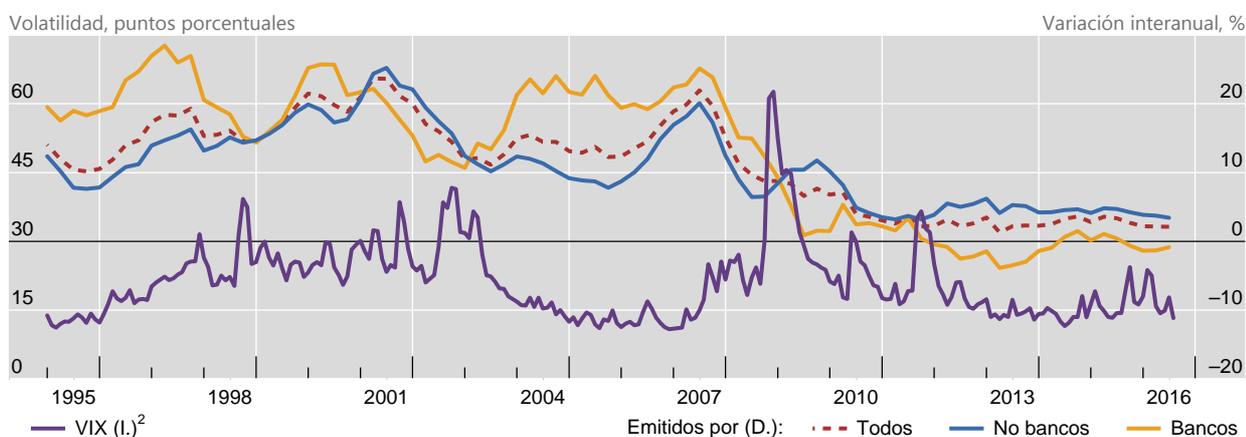
La debilidad de la actividad crediticia mundial se mantuvo a comienzos de 2016

Pese al inestable comienzo de año en los mercados financieros internacionales (véase «La tensa calma da paso a turbulencias», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2016), los *activos bancarios internacionales* se incrementaron en el primer trimestre de 2016. Aun así, este incremento trimestral solo en parte compensó la notable reducción

Activos bancarios internacionales¹



Títulos de deuda internacionales⁴



Puede consultar más información sobre los indicadores de liquidez mundial en www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Suma de los activos transfronterizos y activos locales en moneda extranjera de los bancos que participan en las LBS. ² Índice de volatilidad implícita del S&P 500 en el Mercado de Opciones de Chicago (CBOE); desviación típica, en puntos porcentuales por año. ³ Incluye transacciones intragrupo. ⁴ Todos los instrumentos, vencimientos y países. En base al emisor directo.

Fuentes: Bloomberg; Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; estadísticas bancarias territoriales (LBS) del BPI; cálculos del BPI.

registrada en los tres trimestres anteriores. Como resultado, los activos bancarios internacionales² disminuyeron un 4,5% interanual³ hasta 31,6 billones de dólares,

² El término «activos bancarios internacionales» utilizado en los indicadores de liquidez mundial (GLI) del BPI se ajusta a la definición de las estadísticas bancarias territoriales del BPI. Los activos bancarios internacionales reflejan los activos transfronterizos en todas las monedas y los activos locales en moneda extranjera, mientras que los activos locales consisten en el crédito concedido por filiales de bancos situadas en el mismo país que el prestatario. Las estadísticas bancarias territoriales se estructuran en función de la ubicación de las oficinas bancarias y recogen la actividad de todas las sucursales activas a nivel internacional que operan en el país declarante, independientemente de la nacionalidad de la matriz. Los bancos contabilizan sus posiciones en términos no consolidados, incluyendo por tanto las que mantienen frente a sus propias sucursales en otros países.

³ Las variaciones porcentuales anuales comunicadas a efectos de las estadísticas bancarias internacionales se calculan como una variación porcentual trimestral compuesta, basada en los datos ajustados por el tipo de cambio publicados por el BPI. Las tasas de crecimiento anual para el crédito en moneda extranjera se calculan como su respectiva variación porcentual sobre la cifra del año anterior, y no incorporan ajustes por variaciones del tipo de cambio.

dando continuidad a una reducción que se inició a mediados de 2015 (Gráfico 1, panel superior). Tal reducción, que dura ya un año, se explica sobre todo por la contracción del 8% en el crédito interbancario.

La emisión de títulos de deuda internacionales⁴ fue más estable, ascendiendo la emisión trimestral neta a 203 000 millones de dólares, con un crecimiento interanual del importe de las obligaciones en circulación del 2,2% en el primer trimestre de 2016 (Gráfico 1, panel inferior). Al retornar la confianza a los mercados financieros en el segundo trimestre (para el que se dispone de datos referidos únicamente a títulos de deuda internacionales, no de crédito bancario internacional), la emisión neta continuó ascendiendo, hasta alcanzar 246 000 millones de dólares. Sin embargo, el crecimiento interanual del volumen de obligaciones internacionales a lo largo del segundo trimestre se mantuvo esencialmente constante en el 2,1%.

Si bien la emisión neta realizada por las economías de mercados emergentes fue relativamente débil en el primer trimestre de 2016, en el segundo ascendió a un importe récord de 128 000 millones de dólares, lo que apunta a una recuperación más general de los flujos de capital hacia las EME.

Aun cuando la emisión de títulos de deuda por el sector bancario fue positiva en el primer y segundo trimestres, el volumen total se contrajo un 0,9% en los 12 meses previos al segundo semestre de 2016. En el caso de los prestatarios no bancarios, el volumen de sus obligaciones internacionales creció un 3,4% en ese mismo período, lo que representa una leve desaceleración respecto a los trimestres anteriores. Un factor determinante fue el crecimiento del crédito al *sector público*, impulsado en parte por las mayores necesidades de financiación de algunos gobiernos de las EME.

La desaceleración interanual de los activos bancarios internacionales a comienzos de 2016 se reflejó en una continua disminución del préstamo bancario transfronterizo denominado en moneda extranjera (principalmente, denominado en dólares y en euros) al sector no financiero (Gráfico 2). El crecimiento interanual del préstamo bancario denominado en dólares estadounidenses a no residentes (es decir, concedido en dólares a prestatarios fuera de Estados Unidos) se tornó negativo en el primer trimestre de 2016, lo que no sucedía desde hacía varios años. De este, el dirigido al sector no financiero se redujo un 0,7% en dicho trimestre, marcando su primera disminución desde la Gran Crisis Financiera de 2007–09 (Gráfico 2, paneles superiores). Ahora bien, como el crédito obtenido apelando a los mercados de deuda aumentó un 4% interanual, el crédito total concedido en dólares (sumando préstamos bancarios y títulos de deuda) a prestatarios no financieros fuera de Estados Unidos repuntó un 0,8% interanual, situándose en 7,9 billones de dólares a finales de marzo de 2016. El crédito a prestatarios no bancarios (incluidas prestatarios financieros no bancarios) creció un 1,6% interanual, ascendiendo a 9,8 billones de dólares a finales del primer trimestre de 2016.

El préstamo bancario denominado en euros a no residentes en la zona del euro también se redujo en términos interanuales, revirtiéndose la recuperación registrada en 2014–15. En parte esto refleja la debilidad del sector bancario europeo, algunos de cuyos bancos replegaron su actividad de préstamo internacional (aunque, como

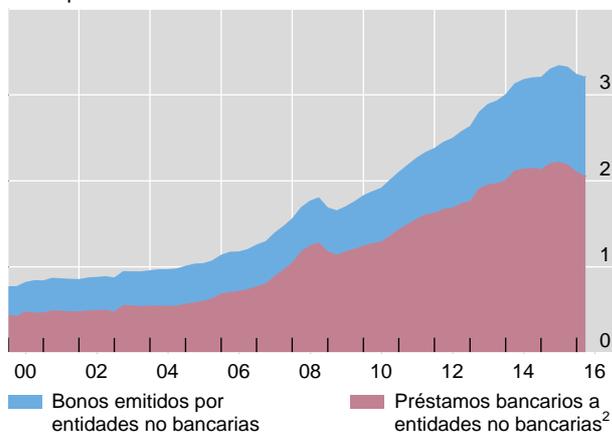
⁴ El BPI define los títulos de deuda internacionales como aquellos emitidos por no residentes en todos los mercados. Véase, para más información, B. Gruic y P. Wooldridge, «Mejoras en las estadísticas del BPI sobre valores de deuda», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2012.

Crédito denominado en dólares estadounidenses a entidades no bancarias fuera de EE UU¹

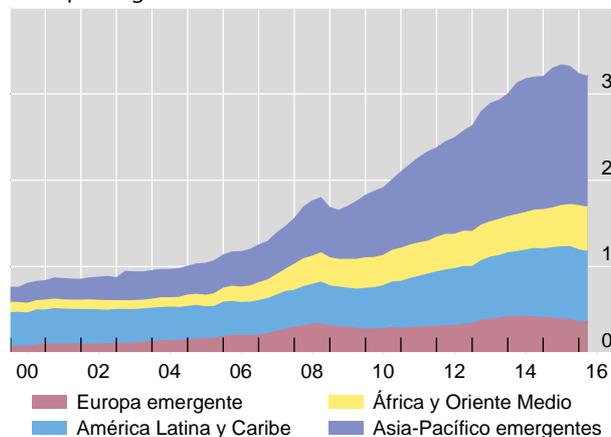
Importes vigentes, en billones de USD

Gráfico 3

EME, por instrumento



EME, por región



Puede consultar más información sobre los indicadores de liquidez mundial en www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Las entidades no bancarias engloban sociedades financieras no bancarias, sociedades no financieras, gobiernos, hogares y organismos internacionales. ² Préstamos de los bancos que participan en las LBS a prestatarios no bancarios, incluidas entidades financieras no bancarias; engloba préstamos transfronterizos y préstamos locales. Para países que no participan en las LBS, los préstamos locales en USD se estiman de la siguiente manera: para China, los préstamos locales en moneda extranjera proceden de datos nacionales y se asume una composición del 80% en USD; para otros países que no participan en las LBS, los préstamos locales a entidades no bancarias equivalen a los préstamos transfronterizos a bancos en el país de los bancos que participan en las LBS (denominados en USD), asumiendo que estos fondos se prestan después a entidades no bancarias.

Fuentes: Datastream; estadísticas de títulos de deuda y estadísticas bancarias territoriales (LBS), ambas del BPI.

se comentará más adelante, los bancos de varios países europeos la incrementaron en el primer trimestre). Con todo, la emisión de títulos de deuda en euros siguió creciendo con fuerza, al aprovechar los prestatarios los reducidísimos niveles de los rendimientos y la compresión de las primas de riesgo (Gráfico 2, panel central). Como resultado, el volumen total de crédito en euros frente a residentes fuera de la zona del euro ascendió a 2,3 billones de dólares (a 2,7 billones, si se incluye el endeudamiento de las entidades financieras no bancarias) al final del primer trimestre, lo que representa un incremento del 4,2% respecto al año anterior (del 4,4% de incluirse las instituciones financieras no bancarias). El crédito concedido en yenes al sector no financiero no residente fue relativamente reducido (340 000 millones de dólares), manteniéndose su reciente tendencia a la baja (Gráfico 2, paneles inferiores).

El crédito en dólares estadounidenses (sumando préstamos bancarios y títulos de deuda) a prestatarios no bancarios de EME también registró su primera reducción sustancial en términos interanuales (Gráfico 3, panel izquierdo) en el primer trimestre de 2016 (-2,9%), como resultado de haberse contraído en cada uno de los tres trimestres anteriores. El volumen de crédito en dólares concedido a EME, que alcanzó un máximo de 3,3 billones a finales de junio de 2015, se redujo en 137 000 millones, situándose en 3,2 billones a finales de marzo de 2016. Esta evolución fue reflejo del fortalecimiento del dólar estadounidense, de la desaceleración de la actividad económica en algunas de las mayores EME y del aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. La reducción en el endeudamiento contraído

Indicadores de alerta temprana de tensión en los sistemas bancarios nacionales¹

Cuadro 1

	Brecha crédito-PIB ²	Brecha de precios inmobiliarios ³	Coficiente de servicio de la deuda (DSR) ⁴	DSR si las tasas de interés suben 250 p.b. ^{4,5}
Alemania	-6,1	13,3	-1,8	0,0
Asia ⁶	12,1	6,0	1,6	3,9
Australia	4,5	3,1	1,4	5,4
Brasil	4,6	-25,6	7,4	9,2
Canadá	12,1	5,3	2,8	6,9
China	30,1	-1,9	5,4	8,7
Corea	3,1	5,7	-0,6	3,0
España	-47,6	-17,7	-3,2	-0,4
Estados Unidos	-9,9	4,7	-1,7	0,9
Europa central y oriental ⁷	-11,4	8,8	0,1	1,5
Francia	-0,6	-11,2	1,0	4,1
Grecia	-13,2	9,4		
India	-2,9		1,8	2,9
Italia	-13,7	-15,4	-0,1	2,0
Japón	4,1	15,6	-2,0	0,8
México	8,8	5,0	0,6	1,3
Países Bajos	-20,2	-12,2	0,7	5,4
Países nórdicos ⁸	-0,8	4,1	1,0	5,0
Portugal	-40,5	12,4	-1,6	1,7
Reino Unido	-27,0	-0,1	-1,7	1,0
Sudáfrica	-0,2	-9,0	-0,3	1,0
Suiza	7,2	7,7	0,0	3,2
Turquía	9,6		5,7	7,3
<i>Leyenda</i>	<i>Brecha crédito/PIB > 10</i>	<i>Brecha de precios inmobiliarios > 10</i>	<i>DSR > 6</i>	<i>DSR > 6</i>
	<i>2 ≤ brecha crédito/PIB ≤ 10</i>		<i>4 ≤ DSR ≤ 6</i>	<i>4 ≤ DSR ≤ 6</i>

Para la brecha crédito/PIB, datos hasta T1 2016, excepto para Bulgaria, Letonia, Lituania y México (datos hasta T2 2016); para la brecha de precios inmobiliarios, datos hasta T1 2016, excepto para Malasia (datos hasta T4 2015) y para Alemania, China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, México, Noruega, los Países Bajos, el Reino Unido, Singapur, Sudáfrica, Suecia, Suiza y Tailandia (datos hasta T2 2016); para el cociente del servicio de la deuda (DSR), datos hasta T1 2016.

¹ Los umbrales para las celdas rojas se fijan minimizando las falsas alarmas a condición de captar al menos dos tercios de las crisis durante un horizonte temporal acumulado de tres años. Una señal es correcta si se produce una crisis en cualquiera de los tres años siguientes. El ruido se mide por predicciones incorrectas fuera de dicho horizonte. Las celdas beige para la brecha crédito/PIB se basan en las orientaciones para los colchones de capital anticíclico de Basilea III. Las celdas beige para el DSR se basan en umbrales críticos cuando se aplica un horizonte de previsión de dos años. Para saber cómo se obtienen los umbrales críticos para las brechas crédito/PIB y las brechas de precios inmobiliarios, véase M. Drehmann, C. Borio y K. Tsatsaronis, «Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates», *International Journal of Central Banking*, vol 7, nº 4, 2011, pp. 189–240. Medias simples para los agregados por países. ² Diferencia, en puntos porcentuales, del cociente entre crédito y PIB con respecto a su tendencia a largo plazo en tiempo real calculada con un filtro Hodrick-Prescott (HP) asimétrico, utilizando un factor de suavización de 400.000. ³ Desviación, en puntos porcentuales, de los precios reales de los inmuebles residenciales con respecto a su tendencia a largo plazo calculada con un filtro HP asimétrico, utilizando un factor de suavización de 400.000. ⁴ Consúltense información sobre las series y la metodología de los DSR en www.bis.org/statistics/dsr/index.htm. Diferencia, en puntos porcentuales, de los DSR con respecto a los promedios de largo plazo específicos del país desde 1999 o una fecha posterior, en función de los datos disponibles, y el momento en que la inflación media a cinco años cayó por debajo del 10%. ⁵ Suponiendo que las tasas de interés suben 2,50 puntos porcentuales y que el resto de componentes de los DSR permanecen fijos. ⁶ Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia; se excluyen Filipinas y Singapur para el DSR y su previsión. ⁷ Bulgaria, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Rusia; para la brecha de los precios inmobiliarios reales se excluye República Checa y Rumania; para el DSR y su previsión, se excluye Bulgaria, Estonia, Letonia, Lituania y Rumania. ⁸ Finlandia, Noruega y Suecia.

Fuentes: datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.

en dólares por las economías emergentes de la región de Asia-Pacífico (Gráfico 3, panel derecho) fue el factor principal (explicando el 86% de su disminución total desde finales de junio de 2015). El repunte de la emisión neta de títulos de deuda por EME en el segundo trimestre de 2016 y las recientes señales –cada vez más nítidas– de mayores flujos de capitales dirigidos hacia las EME apuntan a que la tendencia a disminuir de los pasivos en moneda extranjera de los prestatarios de EME podría haberse invertido en estos últimos meses.

Pese a la desaceleración del crédito transfronterizo a finales de 2015 y principios de 2016, varios países aún daban muestras de un crecimiento del crédito interno muy por encima de la media, una circunstancia que podría acabar originando tensiones financieras (Cuadro 1, donde las cifras corresponden al último trimestre de 2015 o al primero de 2016). Los indicadores de alerta temprana del BPI, diseñados para identificar un recalentamiento de las condiciones financieras y potenciales tensiones financieras en horizontes de medio plazo, señalan que el crecimiento del crédito sigue siendo inusualmente alto en relación al PIB en varias economías de Asia, así como en Canadá (primera columna). Sin embargo, para la mayoría de los países tal brecha entre crédito y PIB se ha reducido ligeramente respecto a lecturas anteriores. El crecimiento de los precios inmobiliarios se ha aproximado más a sus tendencias históricas, aunque todavía es inusualmente alto en Alemania, Japón y Portugal (segunda columna). Los coeficientes estimados de servicio de la deuda, que intentan reflejar las amortizaciones de principal y pagos de intereses en relación a los ingresos, parecen estar en niveles manejables para la mayoría de los países a las tasas de interés actuales, si bien apuntan a posibles tensiones en Brasil, Canadá, China y Turquía (tercera y cuarta columnas)⁵.

El crédito bancario internacional en el primer trimestre de 2016

Las últimas estadísticas bancarias territoriales del BPI muestran que los activos bancarios transfronterizos (componente de los activos bancarios internacionales) aumentaron en 451 000 millones de dólares en los primeros meses de 2016, con lo que su volumen en circulación alcanza los 27,5 billones de dólares estadounidenses. A pesar del último incremento trimestral, la tasa de crecimiento anual se mantuvo en negativo (–4,6%), acumulando los activos transfronterizos una reducción de 1,3 billones de dólares en los doce meses anteriores al final de marzo de 2016.

El aumento de 234 000 millones de dólares en las carteras de títulos de deuda de los bancos declarantes al BPI representó más de la mitad del aumento total, contribuyendo la actividad de préstamo con 137 000 millones. El resto refleja un incremento de 80 000 millones en «otros instrumentos», una categoría que consiste principalmente en dichas carteras e instrumentos derivados con valor de mercado positivo.

⁵ Consúltense «Aspectos más destacados de los flujos de financiación mundial», Informe Trimestral del BPI, marzo de 2016, para obtener información adicional sobre estos indicadores y su interpretación. Véase también en «Recientes mejoras en las estadísticas del BPI», Informe Trimestral del BPI, septiembre de 2016, un análisis sobre la medida de la brecha crédito-PIB y la serie histórica.

Prosigue el desplazamiento hacia el sector oficial en las economías avanzadas

El incremento trimestral del crédito bancario transfronterizo se explica en su totalidad por el aumento registrado en los activos frente a economías avanzadas (462 000 millones de dólares). Con eso y con todo, su tasa de crecimiento anual siguió siendo negativa (-4,2%).

El grueso del aumento en los activos frente a economías avanzadas se explica por los 358 000 millones de dólares en que creció el préstamo transfronterizo a entidades no bancarias, una categoría que comprende gobiernos, instituciones financieras no bancarias y sociedades no financieras. Por lo que respecta a los activos

Activos transfronterizos, por país prestatario

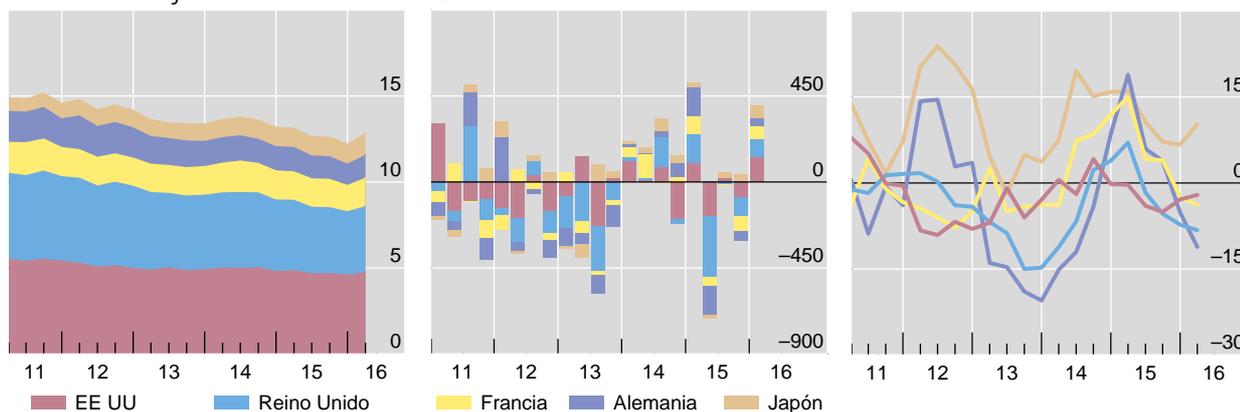
Gráfico 4

Importes vigentes¹ (bill USD)

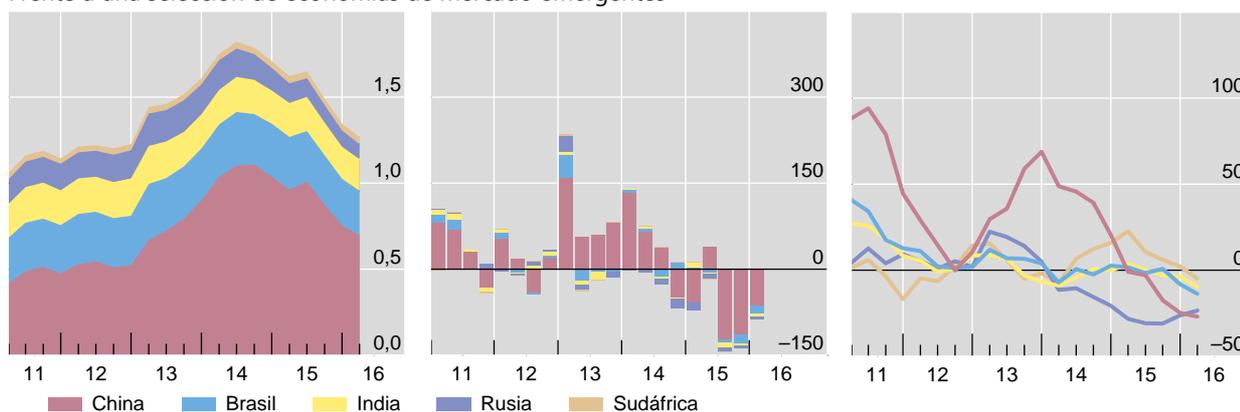
Variación ajustada² (mm USD)

Variación anual³, %

Frente a un conjunto de economías avanzadas



Frente a una selección de economías de mercado emergentes



Más información sobre estadísticas bancarias territoriales del BPI en www.bis.org/statistics/bankstats.htm.

¹ Al cierre del trimestre. Los importes denominados en monedas distintas del dólar de Estados Unidos se convierten a dicha moneda al tipo de cambio vigente en la fecha de referencia. ² Variación trimestral de los importes vigentes, ajustada por el impacto de la oscilación del tipo de cambio entre finales de trimestres y por rupturas metodológicas en las series de datos. ³ Media geométrica de variaciones trimestrales porcentuales ajustadas.

Fuente: Estadísticas bancarias territoriales del BPI.

transfronterizos consolidados⁶ de los bancos, el porcentaje del crédito bancario internacional dirigido al sector oficial (crédito a gobiernos y depósitos en bancos centrales) de EA se ha disparado, pasando del 13% al cierre de marzo de 2008 al 24% a finales de marzo de 2016, su nivel más alto en más de 25 años.

Los activos transfronterizos totales frente a Estados Unidos se incrementaron en 130 000 millones de dólares en el primer trimestre de 2016 (Gráfico 4, paneles superiores), destacando por su intensidad el incremento de los activos frente a prestatarios no bancarios. Las estadísticas bancarias consolidadas del BPI indican que, al incremento en el primer trimestre de 2016 de los activos internacionales frente a prestatarios estadounidenses no bancarios contribuyeron, en medida similar, el crédito al sector oficial y el dirigido al sector privado no bancario; en cambio, los activos internacionales frente a bancos se contrajeron.

El aumento en los activos de bancos extranjeros frente al sector oficial de Estados Unidos (integrados por sus carteras de valores del Tesoro y sus activos frente al Sistema de la Reserva Federal)⁷ mantuvo la tendencia observada desde la gran crisis financiera de 2007–09. El porcentaje que representan los activos frente al sector oficial estadounidense sobre el total de activos internacionales frente a todos los prestatarios de Estados Unidos aumentó más de 20 puntos porcentuales (del 9% al 33%) entre finales de marzo de 2008 y de marzo de 2016. En el mismo periodo, los activos internacionales en circulación frente al sector oficial de Estados Unidos se doblaron con creces, pasando de 255 000 millones a 763 000 millones. Por contraste, la respectiva participación de los activos internacionales frente al sector privado no bancario de Estados Unidos y frente al sector bancario estadounidense se redujo en 17 puntos porcentuales (del 69% al 52%) y en 7 puntos porcentuales (del 22% al 15%).

Paralelamente al crecimiento de los activos bancarios frente al sector oficial estadounidense, el porcentaje de activos internacionales frente al sector oficial de la zona del euro ha tendido recientemente al alza. A finales de marzo de 2016 el sector oficial representaba el 27% de los activos internacionales consolidados de los bancos frente a prestatarios de dicha zona, una cifra que a finales de marzo de 2008 era del 17%. Los activos internacionales frente a Japón también exhibieron un sesgo hacia el sector oficial: la participación de este en el crédito internacional total se incrementó 4 puntos porcentuales (del 26% al 30%) entre finales del primer trimestre de 2008 y del primer trimestre de 2016.

Prosigue la contracción del crédito bancario transfronterizo a las EME

El crédito bancario transfronterizo dirigido hacia economías de mercados emergentes se redujo en 76 000 millones de dólares en el primer trimestre de 2016. Esta última reducción contrajo el total en circulación a 3,2 billones de dólares, al tiempo que aceleró el ritmo de contracción anual al 9%.

Al igual que en los dos trimestres anteriores, la disminución de los activos frente a China fue el principal factor explicativo de la variación trimestral acumulada en el crédito concedido a EME (y a los mercados emergentes de Asia, en particular). La

⁶ Las estadísticas bancarias consolidadas del BPI se estructuran en función de la nacionalidad de los bancos declarantes y se presentan consolidadas a nivel mundial, es decir, excluyendo las posiciones entre empresas asociadas del mismo grupo bancario. Los bancos consolidan sus posiciones intragrupo y declaran únicamente los activos frente a prestatarios no vinculados.

⁷ Para un análisis más detallado, véase R. McCauley y P. McGuire, «Non-US banks' claims on the Federal Reserve», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2014.

reducción trimestral de 63 000 millones de dólares en el crédito bancario transfronterizo a residentes de China, si bien fue menor que las observadas en trimestres anteriores, colocó la tasa de crecimiento anual en -27% (Gráfico 4, paneles inferiores). El total en circulación se situó en 698 000 millones de dólares al cierre de marzo de 2016. Tras haber alcanzado su nivel más alto a finales de septiembre de 2014, el crédito bancario transfronterizo dirigido hacia China acumulaba a finales de marzo de 2016 una contracción de 367 000 millones (-33%), debida sobre todo a la menor actividad interbancaria y entre oficinas.

Los activos frente al resto de economías emergentes de Asia cerraron el primer trimestre de 2016 con una leve reducción intertrimestral (de 2 000 millones de dólares), siendo la variación interanual del -6% . Esta última reducción es resultado de una disminución de 16 000 millones de dólares en la actividad interbancaria, unida a un aumento de 11 000 millones en los activos transfronterizos frente al sector no bancario.

El crédito bancario transfronterizo a América Latina y el Caribe se contrajo en 9 000 millones de dólares en los tres primeros meses de 2016, lo que sitúa la contracción anual en el 3% . Esta tercera reducción trimestral consecutiva respondió sobre todo a la fuerte disminución del préstamo a Brasil ($-14 000$ millones de dólares), cuyo endeudamiento transfronterizo se contrajo un 14% en los 12 meses anteriores al cierre de marzo de 2016.

Los activos frente a las economías emergentes de Europa se mantuvieron estables en el primer trimestre de 2016 como resultado de tendencias contrapuestas en el seno de la región. La contracción anual fue del 6% , similar al promedio observado en los últimos dos años. Desde finales de marzo de 2013, el crédito transfronterizo concedido a Rusia se ha reducido en 96 000 millones de dólares.

El euro ganó terreno en los títulos de deuda internacionales

La emisión neta de títulos de deuda internacionales, que había sido relativamente escasa en el segundo semestre de 2015, se reanimó en la primera mitad de 2016 tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes, sobre todo en el segundo trimestre. La deuda emitida en los mercados internacionales por prestatarios de economías avanzadas, especialmente del sector financiero, se recuperó en el primer trimestre de 2016. En el segundo, la emisión neta mantuvo su fortaleza, esta vez con una participación sustancial del sector privado no financiero (Gráfico 5, panel izquierdo). En las EME, la emisión neta trimestral mostró atonía en el primer trimestre de 2016, pero alcanzó los 128 000 millones en el segundo, impulsada por los 76 000 millones de emisión neta del sector público no financiero (Gráfico 5, panel derecho).

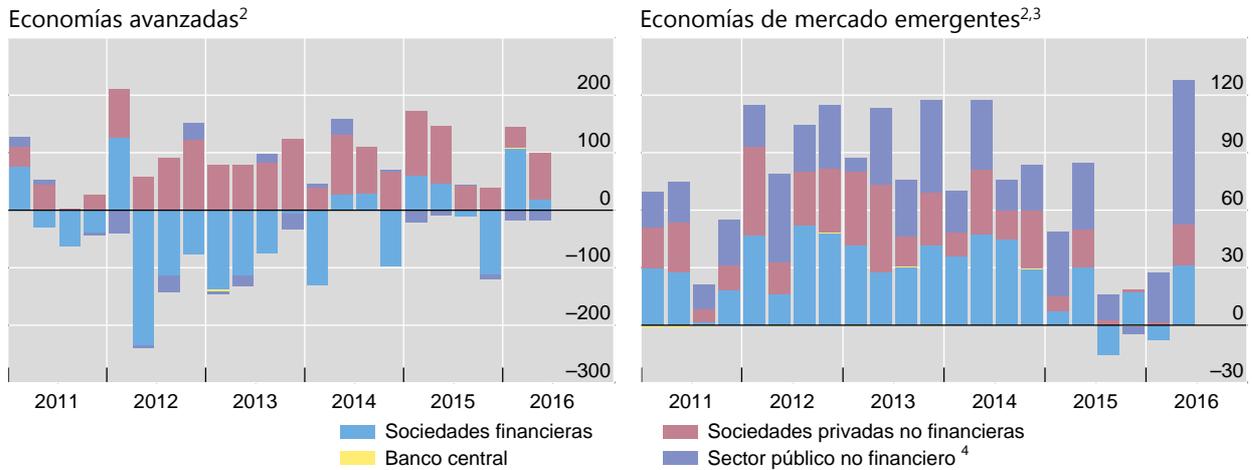
Pese a la recuperación de las emisiones denominadas en dólares estadounidenses en el segundo trimestre de 2016, se mantuvo la tendencia a medio plazo a una mayor utilización del euro como moneda de financiación entre los emisores no financieros⁸. En el caso de los emisores estadounidenses no financieros, la deuda denominada en euros representó el grueso de su deuda neta emitida fuera de Estados Unidos en el año comprendido entre finales de junio de 2015 y finales de junio del 2016 (Gráfico 6, panel superior izquierdo).

⁸ La composición por monedas de los emisores del sector financiero no muestra una tendencia clara y, de hecho, ha sido muy variable durante los últimos años.

Títulos de deuda internacionales¹

Emisión neta trimestral, en miles de millones de dólares de EEUU

Gráfico 5



¹ Todos los emisores y vencimientos, por nacionalidad del emisor. ² Véase la lista de países en *BIS Statistical Bulletin*. Los sectores hacen referencia a la matriz del emisor. Para más información sobre la clasificación, véase «Introducción a las estadísticas del BPI», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre 2015. ³ Incluye Hong Kong RAE y Singapur. ⁴ Sociedades públicas no financieras, gobierno general.

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

El desplazamiento hacia la financiación denominada en euros refleja en parte la divergencia existente entre la política monetaria aplicada por la Reserva Federal y la del BCE, que ha contribuido a que se produzca una brecha creciente entre los rendimientos del dólar y del euro. Gracias a unos diferenciales de crédito comparativamente menores para la deuda corporativa denominada en euros, para muchos emisores el coste de emitir en euros se ha situado muy por debajo del de hacerlo en dólares estadounidenses. Como resultado, las empresas estadounidenses pueden también abaratar su financiación en dólares emitiendo deuda en euros y permutando a continuación el producto obtenido a dólares, poniendo presión sobre los *swaps* sobre divisas⁹. Los menores diferenciales son a su vez reflejo de la decisión adoptada por el BCE en marzo de 2016 de comprar deuda corporativa con categoría de inversión emitida por sociedades no financieras de la zona del euro. En consecuencia, los emisores de la zona del euro también han aumentado la proporción de su emisión internacional neta denominada en euros (Gráfico 6, panel superior derecho).

Los emisores internacionales de mercados emergentes, que tradicionalmente han recurrido ante todo al dólar estadounidense como moneda de financiación, también han ido elevando su emisión neta en euros (Gráfico 6, panel inferior derecho). Si bien la participación del dólar en la emisión neta anual de prestatarios no financieros de EME se ha mantenido alta (en torno al 75%), la del euro se ha incrementado en más de 25 puntos porcentuales desde finales de 2014, hasta rondar el 38%¹⁰ en el segundo trimestre de 2016.

⁹ Véase C. Borio, R. McCauley, P. McGuire y V. Sushko, «Covered interest parity lost: understanding the cross-currency basis», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2016.

¹⁰ Las participaciones del dólar y el euro en la emisión neta acumulada reflejadas en el Gráfico 7 suman en algunos casos más del 100% debido a la emisión neta negativa en otras monedas.

Con carácter más general, es probable que la renovada disposición de los inversores a asumir riesgo en el segundo trimestre de 2016 haya contribuido a que los prestatarios de EME reactivasen su actividad emisora. Al mismo tiempo, tal reactivación se apoyó también en factores específicos de cada país y puede en parte haber reflejado eventos de carácter puntual.

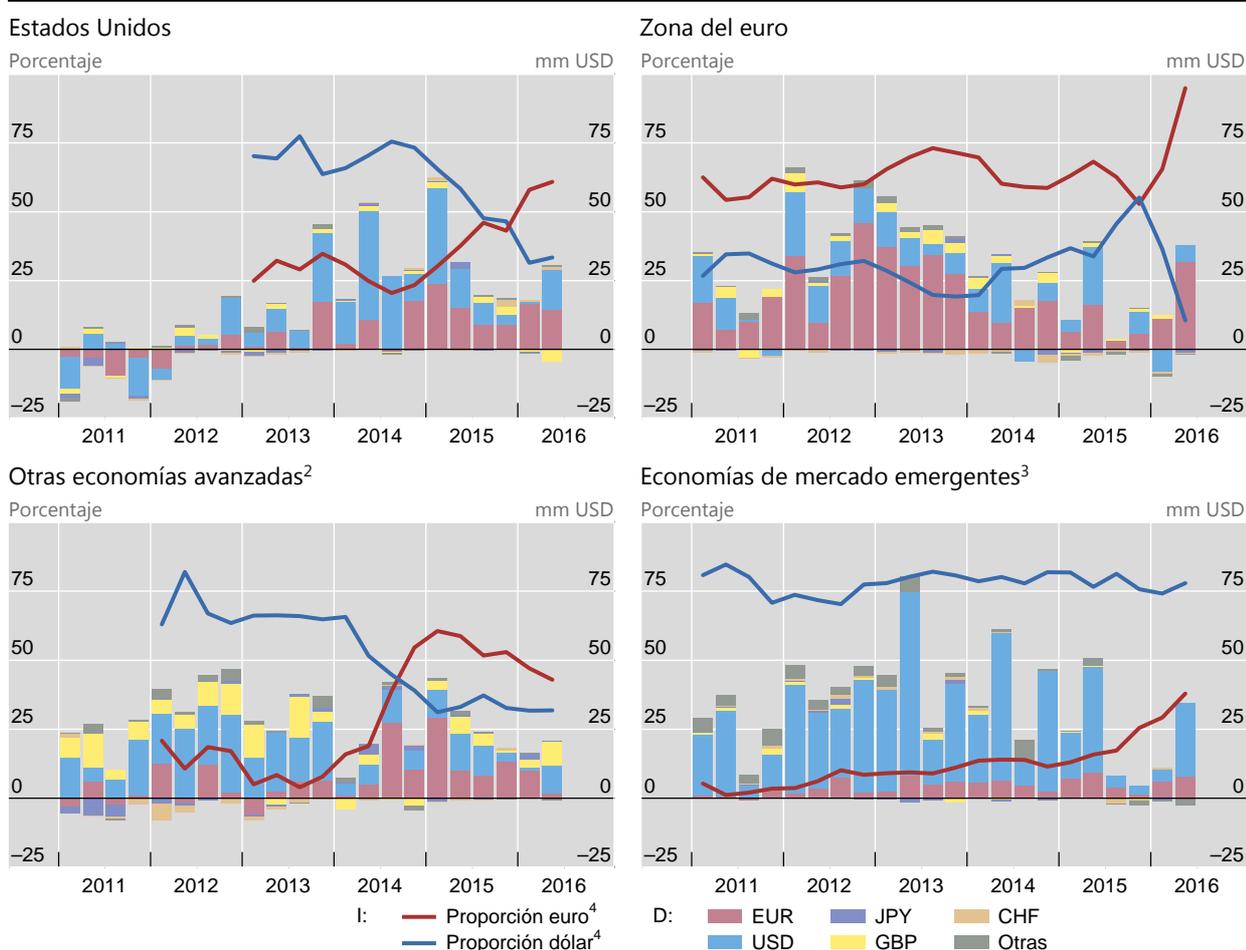
En América Latina, el gobierno de Argentina retornó a los mercados internacionales con una emisión neta total –denominada casi en su totalidad en dólares estadounidenses– de 19 600 millones de dólares en el segundo trimestre de 2016 (Gráfico 7, panel superior izquierdo).

Entre las economías emergentes de Asia-Pacífico, la emisión neta de bonos en los mercados internacionales estuvo dominada por China, que en emitió deuda por importe de 40 700 millones de dólares en el segundo trimestre de 2016 (Gráfico 7,

Títulos de deuda internacionales – emisores no financieros¹

Emisión neta trimestral y composición por monedas

Gráfico 6

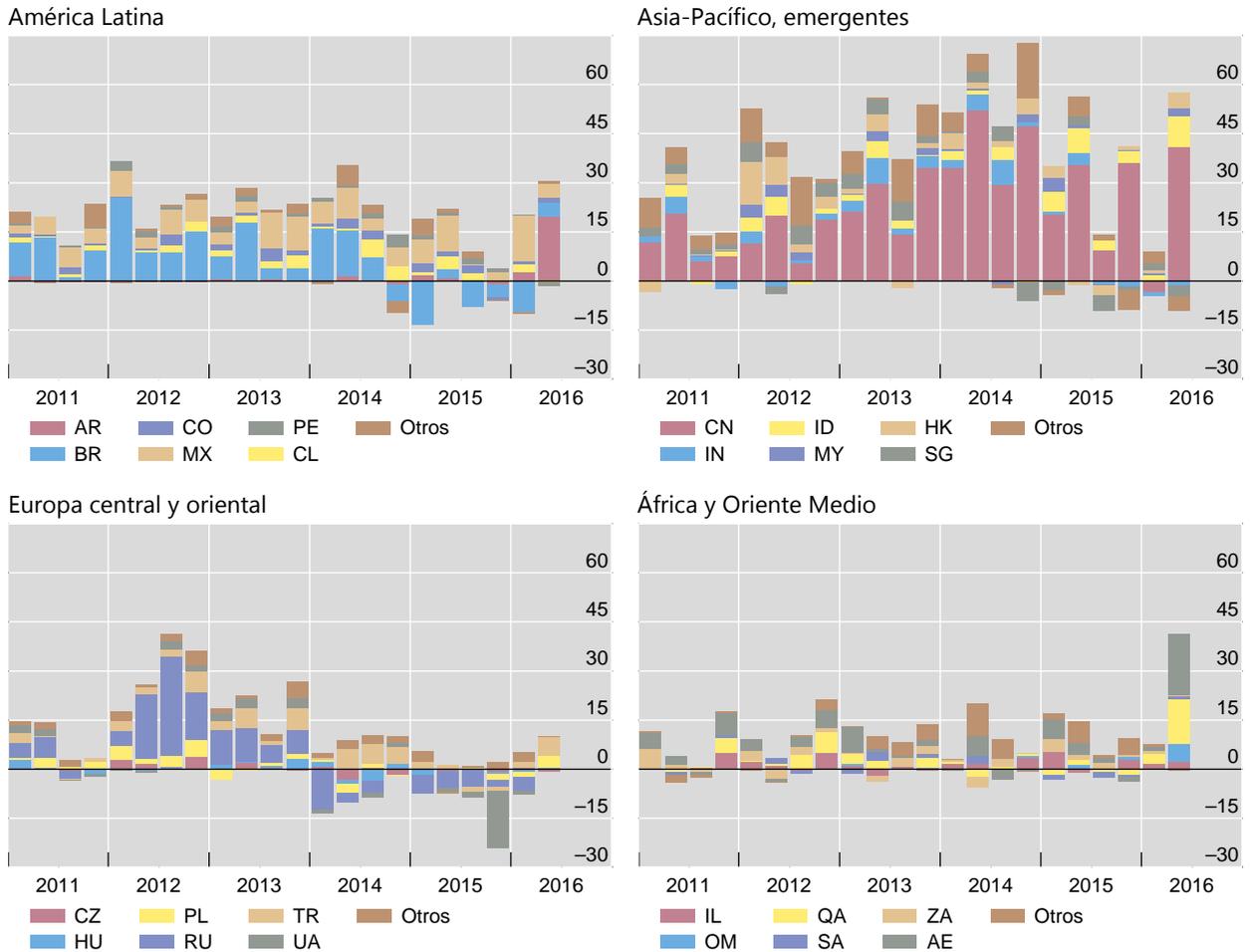


CHF = franco suizo; EUR = euro; GBP = libra esterlina; JPY = yen japonés; USD = dólar estadounidense.

¹ Matrices no financieras, por nacionalidad del emisor. ² Véase la lista de países en *BIS Statistical Bulletin*. ³ Incluye Hong Kong RAE y Singapur. ⁴ Los porcentajes se calculan como la emisión neta acumulada en una determinada moneda durante los últimos cuatro trimestres, dividida entre la emisión acumulada total en todas las monedas en ese mismo periodo. Los porcentajes se incluyen solo para el periodo en el que la emisión neta acumulada de los últimos cuatro trimestres es estrictamente positiva, incluidas las emisiones denominadas en dólares de EE UU y euros.

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

Emisión neta trimestral, en miles de millones de dólares de EEUU



AE = Emiratos Árabes Unidos; AR = Argentina; BR = Brasil; CL = Chile; CN = China; CO = Colombia; CZ = República Checa; HK = Hong Kong RAE; HU = Hungría; ID = Indonesia; IN = India; MX = México; MY = Malasia; OM = Omán; PE = Perú; PL = Polonia; QA = Qatar; RU = Rusia; SA = Arabia Saudita; SG = Singapur; TR = Turquía; UA = Ucrania; ZA = Sudáfrica.

¹ Todos los emisores y vencimientos, por nacionalidad del emisor.

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

panel superior derecho). De este total, 9 000 millones correspondieron a deuda emitida por el sector no financiero y 31 200 millones a la emitida por sociedades financieras. Esto representó una recuperación sustancial respecto a la atonía del primer trimestre, cuando las empresas chinas amortizaron elevados volúmenes de bonos denominados en dólares¹¹. La estabilización del cruce CNY/USD entre marzo y junio de 2016 probablemente facilitara dicha recuperación, tras reiterados episodios de inestabilidad en meses anteriores.

Los países exportadores de petróleo de Oriente Medio contribuyeron también al fuerte repunte de la emisión de bonos en los mercados internacionales (Gráficos 7, panel inferior derecho). Con el crudo cotizando en mínimos históricos en febrero de 2016, varios gobiernos apelaron a los mercados de deuda para captar financiación.

¹¹ Véase McCauley, R. y C. Shu: «Salida de dólares y renminbi desde China», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2016.

En concreto, los Emiratos Árabes Unidos (con una emisión neta de 14 400 millones), Qatar (con 9 000 millones) y Omán (con 5 000 millones) celebraron en el segundo trimestre de 2016 unas inusuales subastas de bonos en los mercados internacionales, todas ellas en dólares estadounidenses. En conjunto, África y Oriente Medio aportaron el 32% de la emisión neta total de las EME; no lejos de la contribución realizada por las economías emergentes de Asia y el Pacífico (37%), y superior a la de América Latina (23%).

La emisión trimestral neta de Europa central y oriental (Gráfico 7, panel inferior izquierdo) se tornó positiva por primera vez desde finales de 2014, aportando alrededor de 9 400 millones (el 7%) a la emisión neta realizada por EME en el segundo trimestre de 2016.

El Reino Unido como centro bancario internacional

Cathérine Koch

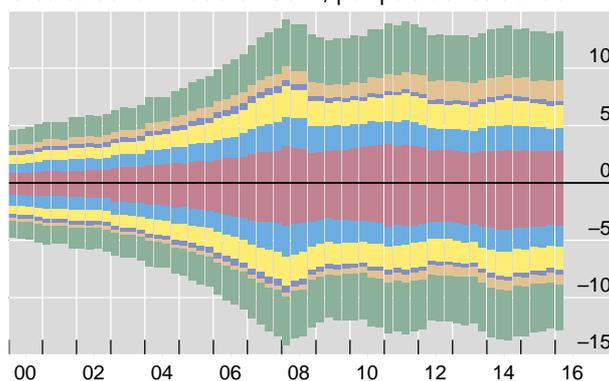
El reciente referéndum en el Reino Unido contrario a su permanencia en la Unión Europea ha centrado la atención en la posición que ocupa esta nación en los sistemas bancarios europeos e internacionales.

Crédito transfronterizo, todos los sectores

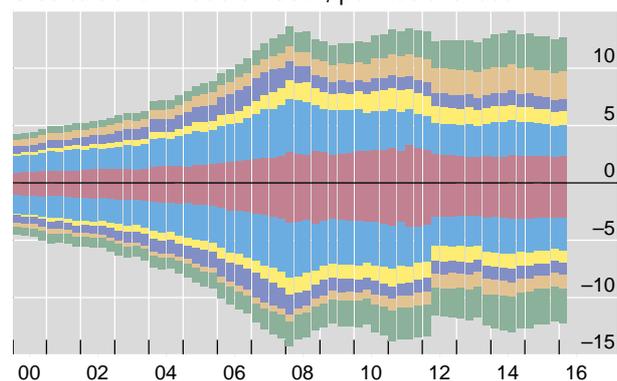
En billones de dólares de EEUU

Gráfico A1

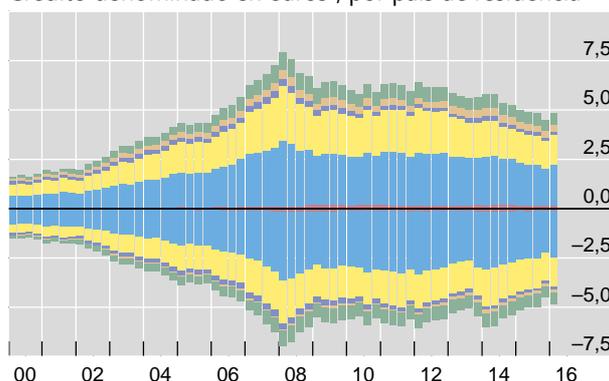
Crédito denominado en USD¹, por país de residencia



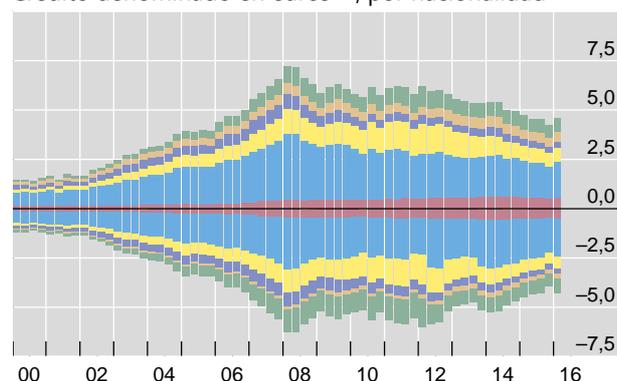
Crédito denominado en USD¹, por nacionalidad²



Crédito denominado en euros³, por país de residencia



Crédito denominado en euros^{3,4}, por nacionalidad²



Activos (+) y pasivos (-) de: EE UU (rojo), Zona del euro (azul), Reino Unido (amarillo), Suiza (violeta), Otros (verde)

¹ Incluye activos y pasivos transfronterizos dentro de la zona del euro. ² La ruptura de la serie entre T1 2012 y T2 2012 se debe a la introducción en T2 2012 de un desglose más detallado de las posiciones transfronterizas (véanse más detalles en http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1212v.htm). ³ Excluye activos y pasivos transfronterizos dentro de la zona del euro. ⁴ Antes de T2 2012; la estimación de los activos y pasivos transfronterizos en la zona del euro se obtiene utilizando la proporción media, entre T2 2012 y T1 2016, que representan los activos y pasivos dentro de la zona del euro sobre el total de activos y pasivos de los bancos de la zona del euro.

Fuente: estadísticas bancarias territoriales del BPI, *Table A5* (por país de residencia) y *Table A7* (por nacionalidad).

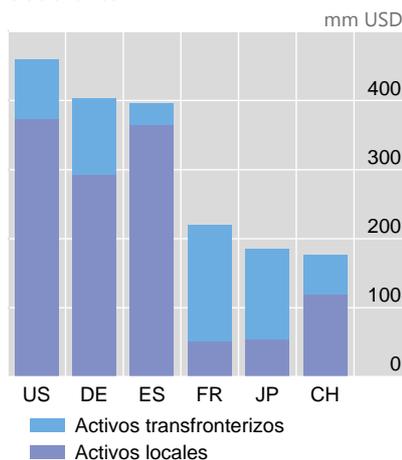
A nivel territorial, el Reino Unido destaca como centro bancario internacional, pero gran parte de esta actividad corresponde a bancos de otros países con filiales en el Reino Unido. Comparando las posiciones transfronterizas totales de los bancos (a nivel mundial) desglosadas por país de residencia y por nacionalidad, podemos distinguir entre la ubicación de la actividad bancaria internacional y la nacionalidad de los bancos que la llevan a cabo^① (Gráfico A1). Tanto en dólares como en euros, la actividad transfronteriza de bancos *ubicados* en el Reino Unido (zonas amarillas del Gráfico A1, paneles izquierdos) es notablemente mayor que la de los bancos *con sede* en el Reino Unido (zonas amarillas del Gráfico A1, paneles derechos). En otros países, como Suiza (áreas violeta), ocurre lo contrario.

A finales del primer trimestre de 2016, los bancos ubicados en el Reino Unido declararon préstamos transfronterizos totales por valor de 4,5 billones de dólares, situándose a la cabeza de todos los bancos ubicados en países declarantes al BPI, seguidos de bancos en Japón (3,4 billones de dólares) y Estados Unidos (3,1 billones). Al mismo tiempo, con un total de 3,8 billones de dólares, el Reino Unido fue el segundo mayor receptor de crédito bancario transfronterizo, superado únicamente por Estados Unidos (4,8 billones de dólares). Los activos interbancarios representaron prácticamente dos tercios de todos los activos transfronterizos frente al Reino Unido, rondando los activos frente a bancos relacionados un tercio de las posiciones interbancarias.

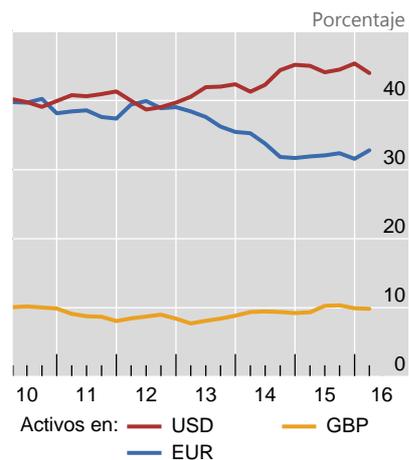
El Reino Unido como centro bancario internacional

Gráfico A2

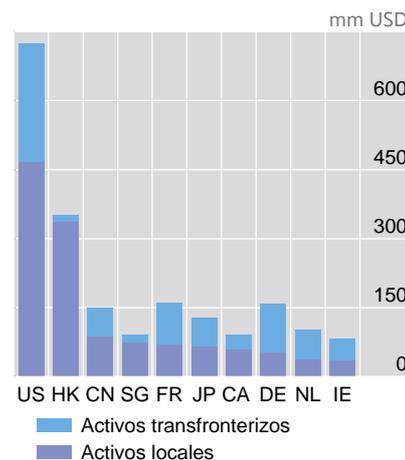
Activos consolidados frente al R.U., por nacionalidad del banco declarante



Activos transfronterizos de bancos ubicados en el R.U., por moneda¹



Activos consolidados de bancos británicos, por país de contraparte



CA = Canadá; CH = Suiza; CN = China; DE = Alemania; ES = España; FR = Francia; HK= Hong Kong RAE; IE = Irlanda; JP = Japón; NL = Países Bajos; SG = Singapur; US = Estados Unidos.

¹ En porcentaje de activos transfronterizos vigentes en todas las monedas.

Fuente: estadísticas bancarias territoriales del BPI y estadísticas bancarias consolidadas en términos de riesgo último.

Gran parte de la actividad de bancos extranjeros con el Reino Unido se contabiliza a través de oficinas locales en dicho país, y no de forma transfronteriza (Gráfico A2, panel izquierdo). Con arreglo al criterio del riesgo último consolidado, los activos exteriores² frente a residentes en el Reino Unido ascendieron a 2,4 billones de dólares a finales de marzo de 2016, de los cuales aproximadamente dos tercios se contabilizaron localmente. Entre los bancos extranjeros internacionales con presencia local, los bancos estadounidenses declararon los mayores activos exteriores vigentes frente al Reino Unido (460 000 millones de dólares), seguidos de los bancos alemanes (404 000 millones) y españoles (396 000 millones). Los activos de bancos de países de la UE declarantes al BPI alcanzaron un total de 1,3 billones de dólares, lo que equivale al 56% de todos los activos exteriores frente a residentes en el Reino Unido³.

Al mismo tiempo, los bancos del Reino Unido son muy activos en el sistema bancario europeo (Gráfico A2, panel derecho). A finales del primer trimestre de 2016, los activos exteriores consolidados de los bancos del Reino Unido frente a otros países de la UE alcanzaron 666 000 millones de dólares, el 21% de su total a nivel mundial, mientras que frente a países de la zona del euro representaron 634 billones de dólares, el 20%. No obstante, sus activos exteriores consolidados frente a Estados Unidos (724 000 millones de dólares) y Hong Kong RAE (351 000 millones) superaron a aquellos frente a cualquier país miembro de la UE.

El Reino Unido desempeña un papel especialmente importante como centro de redistribución de financiación en euros. Los bancos y otros intermediarios financieros situados en este país (mucho de los cuales tienen su sede fuera del Reino Unido) toman prestados euros en el extranjero y los invierten en activos transfronterizos denominados en esa moneda. Los bancos ubicados en el Reino Unido son los principales prestatarios y prestamistas de euros fuera de la zona del euro. A finales de marzo de 2016, a nivel mundial, aproximadamente el 54% de todos los activos transfronterizos en euros contabilizados fuera de la zona del euro, y el 60% de todos los pasivos, en base no consolidada, correspondían a bancos residentes en el Reino Unido. En los últimos años este porcentaje ha tendido a la baja, en parte debido al repunte de la actividad en euros en el resto del mundo y también a las oscilaciones del tipo de cambio.

De hecho, desde la introducción de la moneda única, las posiciones en euros han constituido una parte importante de las carteras transfronterizas de los bancos situados en el Reino Unido. Durante la mayor parte de la década de 2000, el porcentaje de activos transfronterizos en euros en manos de bancos del Reino Unido rondó el 40%, prácticamente igual que la proporción de activos denominados en dólares de Estado Unidos (Gráfico A2, panel central). Desde 2012, estos porcentajes se han ido distanciando en parte como efecto de las oscilaciones de los tipos de cambio. Así, el porcentaje correspondiente al euro bajó del 39% a finales de septiembre de 2012 al 33% a finales de marzo de 2016, mientras que en ese mismo periodo la proporción del dólar pasó del 39% al 44%.

① Para obtener más información véanse las estadísticas bancarias territoriales del BPI, Tables A5 y A7, www.bis.org/statistics/bankstats.htm, CGFS (2015) y el discurso de Hyun Song Shin, Asesor Económico y Jefe de Estudios del BPI, en la conferencia del Banco Mundial «*The state of economics, the state of the world*», Washington DC, 8 junio 2016. ② Los activos exteriores incluyen activos transfronterizos y activos locales en todas las monedas, donde los activos locales se refieren a crédito concedido por las filiales de bancos extranjeros situadas en el mismo país que el prestatario. ③ No todos los miembros de la UE participan en las estadísticas bancarias del BPI. Las cifras anteriores incluyen Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos, Portugal y Suecia.

Los mercados organizados no consiguen atraer negociación con derivados de los mercados OTC

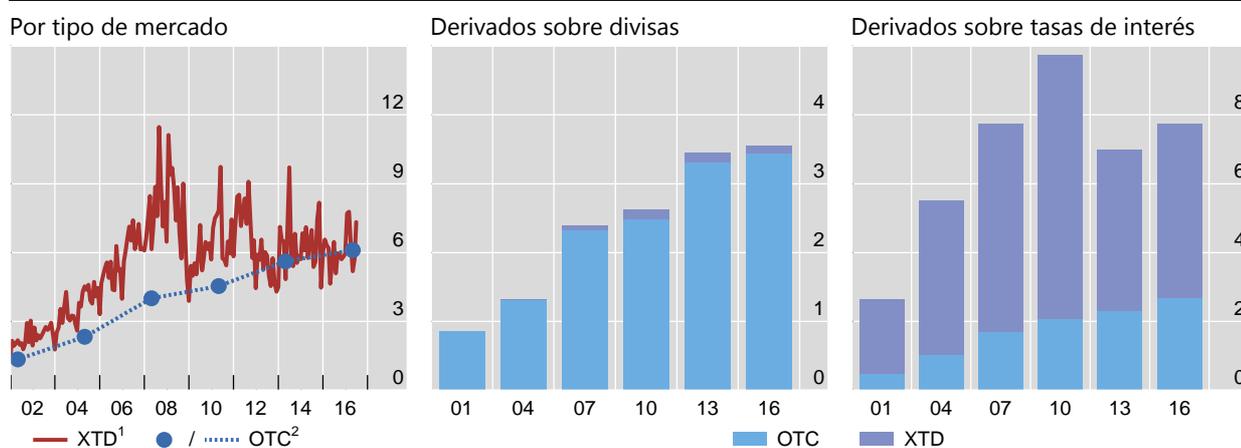
Robert McCauley y Philip Wooldridge

Los mercados organizados no han logrado aumentar su cuota de negocio con derivados, según revela la última Encuesta Trienal de Bancos Centrales sobre la actividad en los mercados de derivados de divisas y extrabursátiles (OTC). Desde 2009, la negociación de derivados en los mercados organizados no ha mostrado una tendencia clara, mientras que en los extrabursátiles ha tendido al alza (Gráfico B1, panel izquierdo). El volumen de negociación mundial diario con derivados sobre divisas y sobre tasas de interés, tanto en mercados organizados como no organizados, creció en promedio desde 10,5 billones de dólares en abril de 2013 hasta 11,3 billones de dólares en abril de 2016^①. La proporción de las operaciones negociadas en mercados organizados permaneció cercana al 46%.

Negociación mundial de derivados sobre divisas y sobre tasas de interés

Volumen de negociación diario, en billones de USD

Gráfico B1



OTC = derivados en mercados extrabursátiles; XTD = derivados en mercados organizados.

¹ Volumen de negociación diaria en mercados organizados de todo el mundo, frecuencia mensual. ² Volumen de negociación diaria en abril, ajustado por efectos de doble contabilización de operaciones locales y transfronterizas entre intermediarios declarantes, es decir, en base «neta neta». La línea muestra la interpolación lineal de los datos entre encuestas.

Fuentes: Euromoney TRADEDATA; Futures Industry Association; The Options Clearing Corporation; estadísticas de derivados del BPI y Encuesta Trienal de Bancos Centrales.

La Encuesta Trienal de Bancos Centrales de BPI es la fuente de información más exhaustiva sobre el tamaño y la estructura de los mercados OTC^②. Casi 1 300 instituciones financieras de 52 países participaron en la encuesta más reciente, realizada en abril de 2016. Combinando los resultados de la encuesta con las estadísticas del BPI sobre derivados negociados en mercados organizados se obtiene una visión global (aunque infrecuente) de la actividad en los mercados de derivados.

Desde la Gran Crisis Financiera de 2007–09, las autoridades han intentado reducir los riesgos sistémicos en los mercados derivados OTC, promoviendo la negociación de contratos estandarizados en bolsas o plataformas de negociación organizadas y su compensación a través de entidades de contrapartida centrales (CCP)^③. Aunque cabría esperar que estas medidas hicieran repuntar la actividad en los mercados organizados, los últimos datos sugieren que las innovaciones en los mercados OTC parecen haber aumentado el atractivo de sus instrumentos. Un ejemplo son los mecanismos similares a los bursátiles para negociar instrumentos OTC, en particular facilidades para la ejecución de *swaps* en Estados Unidos. Además, cada vez es mayor la proporción de contratos OTC que se compensa de manera centralizada. La sección de la Encuesta Trienal sobre importes vigentes, cuya publicación está prevista para noviembre de 2016, ofrecerá en primicia información exhaustiva sobre la compensación centralizada. Por último, los intermediarios están comprimiendo cada vez más instrumentos OTC; es decir, los participantes en los mercados están colaborando para eliminar contratos económicamente redundantes, reduciendo con ello la exposición bruta.

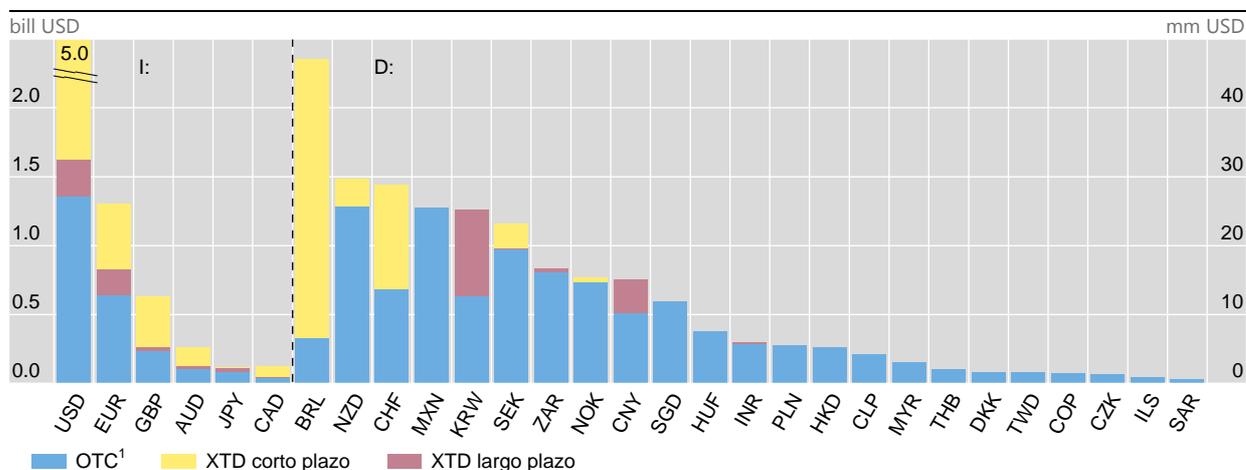
Los derivados de divisas siguen negociándose principalmente en mercados OTC. El promedio de negociación diario en estos mercados superaba los 3,4 billones de dólares en abril de 2016, comparado con apenas 0,1 billones negociados en los organizados (Gráfico B1, panel central). Los mercados OTC dominan la actividad sobre todo en el segmento de swaps de divisas, que son populares como instrumentos de financiación al no alterar la exposición al riesgo de tipo de cambio y poder por tanto utilizarse para renovar las coberturas financieras. Además, las operaciones OTC se ajustan mejor a las necesidades individuales de los operadores de los mercados extrabursátiles, como por ejemplo el calce de flujos de efectivo en fechas rotas o la contratación de monedas distintas del dólar estadounidense. Los mercados organizados acaparan una parte sustancial de la actividad con derivados sobre divisas en tan solo tres monedas: el real brasileño, la rupia india y el rublo ruso, que representaban respectivamente el 38%, 15% y 11% de las operaciones en abril de 2016.

Los derivados sobre tasas de interés se negocian principalmente en mercados organizados, si bien aumenta la cuota en mercados OTC. El volumen de negociación diario con derivados sobre tasas de interés en mercados OTC promedió 2,7 billones de dólares en abril de 2016, frente a los 5,1 billones en mercados organizados (Gráfico B1, panel derecho). La proporción negociada en mercados organizados cayó desde aproximadamente el 80% la década pasada hasta el 67% en abril de 2013 y el 66% en abril de 2016. Este giro hacia los mercados OTC se explica en parte por la débil contratación de derivados de tasas de interés a corto plazo, que se negocian mayoritariamente en mercados organizados (Gráfico B2). El prolongado periodo de tasas de interés oficiales bajas en las principales economías ha reducido la actividad de cobertura y posicionamiento en tasas a corto plazo, especialmente en el caso del euro y el yen⁴. Dicho esto, aunque las estadísticas de derivados OTC sobre tasas de interés no se desglosan por vencimientos, diversas fuentes de datos sugieren que la actividad en toda la estructura temporal se está desplazando gradualmente hacia los mercados OTC. Incluso para los vencimientos más largos, los participantes en el mercado parecen haber pasado de los contratos referenciados a los rendimientos de la deuda pública hacia aquellos referenciados a rendimientos privados, por ejemplo de *swaps* de tasas de interés⁵.

Volumen de negociación de derivados sobre tasas de interés, por moneda

Volumen medio diario, abril 2016

Gráfico B2



AUD = dólar australiano; BRL = real brasileño; CAD = dólar canadiense; CHF = franco suizo; CLP = peso chileno; CNY = renminbi chino; COP = peso colombiano; CZK = corona checa; DKK = corona danesa; EUR = euro; GBP = libra esterlina; HKD = dólar hongkonés; HUF = forinto húngaro; ILS = shekel nuevo israelí; INR = rupia india; JPY = yen japonés; KRW = won coreano; MXN = peso mexicano; MYR = ringgit malayo; NOK = corona noruega; NZD = dólar neozelandés; PLN = zloty polaco; SAR = riyal saudí; SEK = corona sueca; SGD = dólar singapurense; THB = baht tailandés; TWD = nuevo dólar taiwanés; USD = dólar de EEUU y ZAR = rand sudafricano.

OTC = derivados sobre tasas de interés en mercados extrabursátiles; XTD corto plazo = derivados en mercados organizados referenciados a tasas de interés a corto plazo; XTD largo plazo = derivados en mercados organizados referenciados a tasas de interés a largo plazo.

¹ Ajustado por efectos de doble contabilización de operaciones locales y transfronterizas entre intermediarios declarantes, es decir, en base «neta neta».

Fuentes: Euromoney TRADEDATA; Futures Industry Association; The Options Clearing Corporation; estadísticas de derivados del BPI y Encuesta Trienal de Bancos Centrales.

En las economías de mercado emergentes (EME), donde es menos probable que las tasas de interés persistentemente bajas frenen la actividad, los mercados OTC están estimulando la contratación de derivados sobre tasas de interés (Gráfico B2). La negociación de contratos sobre tasas de interés denominados en monedas de EME pasó de 177 000 millones de dólares en abril de 2013 a 196 000 millones en abril de 2016, a tipos de cambio constantes, aunque su valor en dólares se redujo por la depreciación de numerosas monedas de EME frente al dólar estadounidense. En ese mismo periodo, la proporción de la actividad en los mercados organizados cayó del 58% al 30%. Las únicas monedas de EME con una considerable actividad con derivados sobre tasas de interés en mercados organizados fueron el real brasileño (86%), el won coreano (50%) y el renminbi chino (32%).

① El volumen de negociación se refiere a los importes nacionales valorados en dólares de Estados Unidos. La apreciación del dólar frente a un gran número de monedas entre 2013 y 2016 redujo el valor en dólares de los derivados denominados en otras monedas. A tipos de cambio de abril de 2016, el volumen de negociación de derivados de divisas y de tasas de interés en abril de 2013 fue de 9,6 billones de dólares. ② Puede consultar los datos y la información sobre la Encuesta Trienal en www.bis.org/publ/rpfx16.htm. ③ Financial Stability Board, *OTC derivatives market reforms: tenth progress report on implementation*, noviembre 2015, www.fsb.org/2015/11/otc-derivatives-market-reforms-tenth-progress-report-on-implementation/. ④ También ha motivado un aplazamiento de la negociación hacia el futuro. Véase L. Kreicher y R. McCauley, «Asset managers, eurodollars and unconventional monetary policy», *BIS Working Papers*, n° 578, agosto 2016. ⑤ L. Kreicher, R. McCauley y P. Wooldridge, «Benchmark tipping in the global bond market», *BIS Working Papers*, n° 466, octubre 2014, www.bis.org/publ/work466.htm.