

Aspectos más destacados de la actividad bancaria y financiera internacional¹

El BPI, en colaboración con los bancos centrales y autoridades monetarias de todo el mundo, compila y distribuye diversos conjuntos de datos sobre la actividad bancaria y financiera internacional. Para el mercado bancario internacional y el de derivados extrabursátiles, las cifras corresponden al segundo trimestre de 2006, mientras que para los mercados internacionales de títulos de deuda y de derivados se utilizan datos del tercer trimestre de 2006. Esta sección también incluye un recuadro sobre préstamos sindicados en Asia.

El mercado bancario internacional

Estadísticas bancarias territoriales

En el segundo trimestre de 2006, el total de préstamos transfronterizos concedidos por los bancos declarantes al BPI creció 602.000 millones de dólares, lo que supone un incremento interanual del 15% hasta los 24 billones de dólares. Aunque este ritmo de crecimiento supone un ligero enfriamiento de la actividad con respecto al 18% del trimestre anterior, dicha tasa se aproximó al promedio de los últimos cinco años (11%).

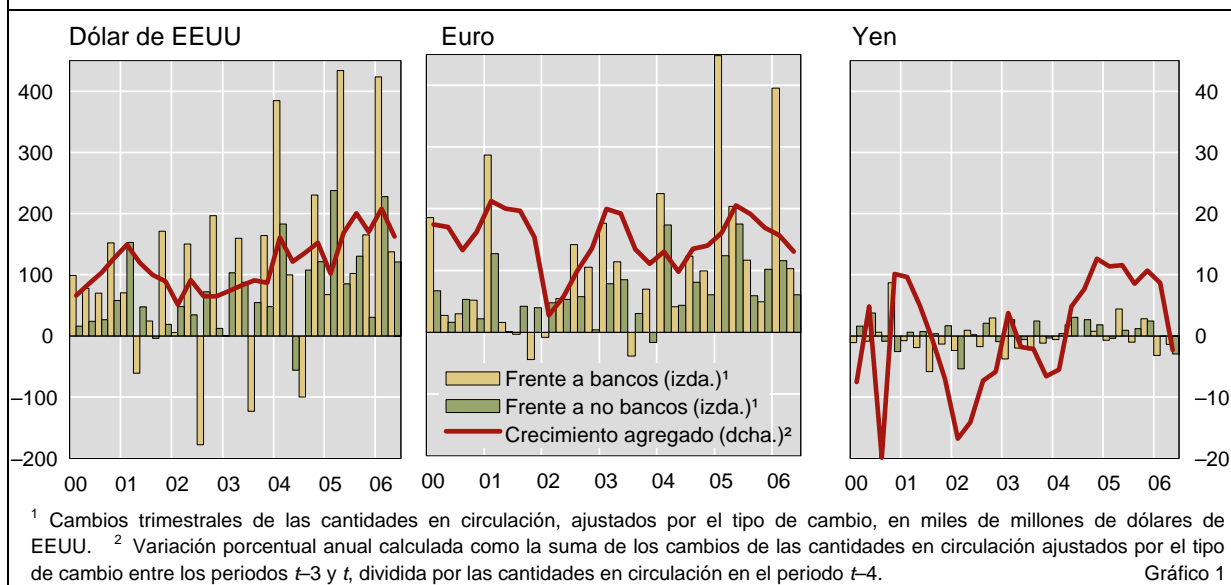
El regreso de un crecimiento más moderado de la actividad bancaria transfronteriza fue reflejo de una expansión más lenta del crédito concedido por bancos de la zona del euro y del Reino Unido, que en el primer trimestre de 2006 habían visto repuntar sus préstamos. Los 92.000 millones de dólares en nuevos préstamos procedentes de la zona del euro y el Reino Unido en el segundo trimestre están más en la línea de la trayectoria anterior. La tasa de crecimiento interanual se redujo también para las tres principales monedas (véase el Gráfico 1).

Gran parte del crecimiento de los préstamos transfronterizos en el segundo trimestre se debe a operaciones interbancarias e intragrupo. El 79% de los 363.000 millones de dólares en préstamos a bancos correspondió a

El crecimiento de los activos transfronterizos vuelve a niveles más normales

¹ Cualquier consulta sobre las estadísticas bancarias territoriales y de títulos de deuda internacionales debe dirigirse a Ryan Stever; sobre las estadísticas bancarias consolidadas, a Goetz von Peter; y sobre las estadísticas de derivados, a Christian Upper.

Activos transfronterizos por sector y moneda



transferencias entre sucursales. Excluyendo dichas transferencias, los bancos de Francia y Alemania, así como de las Islas Caimán, fueron los que más aumentaron su actividad transfronteriza, en 22.000, 27.000 y 82.000 millones de dólares respectivamente.

El volumen de préstamos denominados en yenes se redujo por segundo trimestre consecutivo. Desde comienzos de 2002, los activos en yenes de los bancos declarantes al BPI han tendido al alza, hasta alcanzar su máximo de 1,1 billones de dólares en el cuarto trimestre de 2005. En el segundo trimestre de 2006, dicha cifra se situaba en 1,0 billones de dólares (véase el panel izquierdo del Gráfico 2), debido principalmente al descenso de los activos de bancos ubicados en el Reino Unido, centros extraterritoriales y la zona del euro. Los préstamos en yenes de los bancos japoneses frente al resto del mundo (excluidas posiciones frente a residentes) han permanecido relativamente estables desde el año 2000, en torno a los 30.000 millones de dólares (véase el panel derecho del Gráfico 2). En cambio, los activos denominados en yenes de bancos suizos frente al resto del mundo se redujeron con fuerza, desde los 170.000 millones de dólares registrados en el tercer trimestre de 2004 hasta los 113.000 millones del segundo trimestre de 2006. Los bancos alemanes y franceses también han reducido sus activos en yenes desde el cuarto trimestre de 2005, en 22.000 y 16.000 millones de dólares respectivamente.

El crecimiento de activos netos frente a economías de mercado emergentes entró en terreno positivo después de cinco trimestres. El total de activos transfronterizos a países en desarrollo de los bancos declarantes al BPI creció 66.000 millones de dólares, mientras que el crecimiento de sus pasivos frente a esas mismas economías se redujo hasta 61.000 millones de dólares desde los 115.000 millones del trimestre anterior. El incremento más pronunciado se produjo frente a América Latina (22.000 millones de dólares) y los países asiáticos en desarrollo (11.000 millones de dólares).

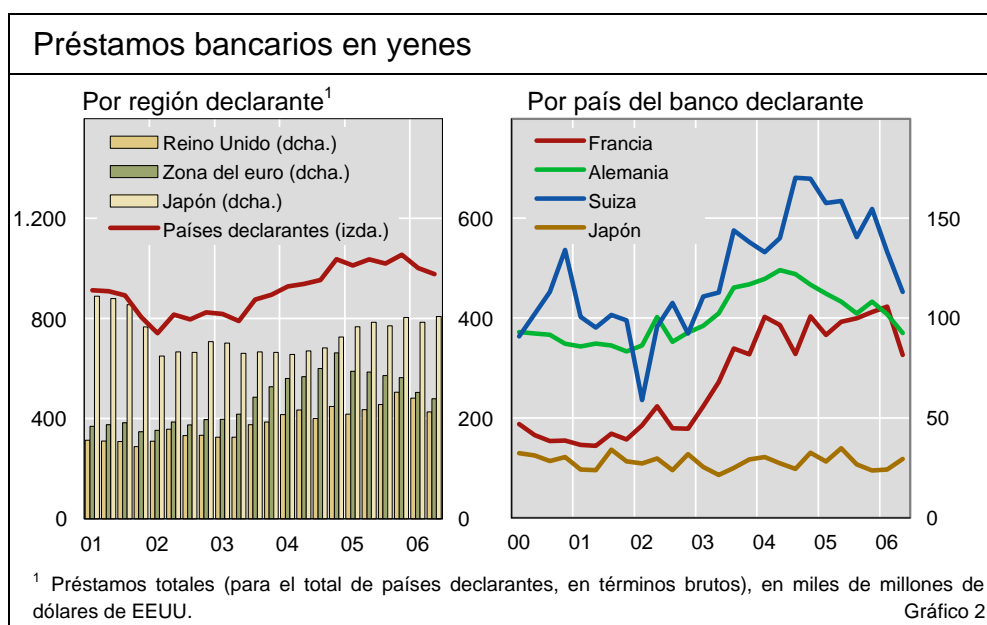
Los activos en yenes caen por segundo trimestre consecutivo

El crecimiento de los activos frente a economías emergentes de Asia-Pacífico se concentró en China y Corea. En el primer caso, este aumento fue de 7.200 millones, cifra similar a la del trimestre anterior. Dado que los pasivos de los bancos declarantes al BPI frente a China apenas variaron, los activos netos frente a este país se incrementaron en 5.400 millones de dólares. Los préstamos netos a Corea crecieron hasta alcanzar la cifra récord de 21.700 millones de dólares, gracias básicamente a los préstamos frente a bancos y entidades no bancarias.

Por su parte, los países exportadores de petróleo siguieron depositando fondos en los bancos declarantes al BPI durante el segundo trimestre de 2006, aunque a un ritmo algo inferior al de trimestres anteriores. En conjunto, se estima que los residentes en países miembros de la OPEP colocaron 8.000 millones de dólares en bancos declarantes al BPI, mientras que los residentes en Rusia depositaron 16.000 millones más, con lo que los pasivos totales de dichos bancos frente a este grupo de países alcanzaron los 632.000 millones de dólares (véase el panel izquierdo del Gráfico 3). De hecho, Rusia registró la mayor salida neta de fondos entre todas las economías de mercado emergentes, gracias al fuerte aumento de los depósitos rusos en bancos declarantes al BPI, en especial en el Reino Unido (véase el panel central del Gráfico 3). En la actualidad, los depósitos transfronterizos de residentes rusos se sitúan en 220.000 millones de dólares.

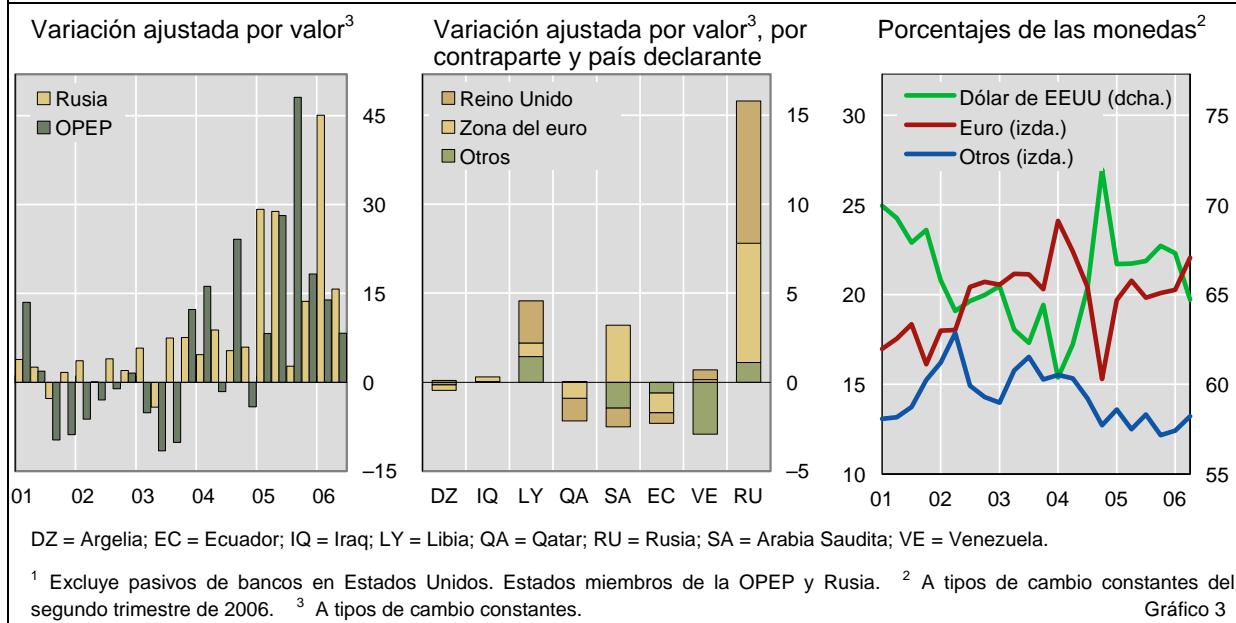
Aunque los datos no son exhaustivos, parecen indicar un ligero desplazamiento de los pasivos en dólares de los bancos declarantes hacia los países exportadores de petróleo². De hecho, los depósitos de países de la

Mercado aumento de los depósitos rusos...



² Las cifras a continuación deben ser interpretadas con cautela, dado que Estados Unidos no desglosa sus posiciones para cada país exportador de petróleo de Oriente Medio, sino que lo hace para la región en su conjunto (que incluye países no pertenecientes a la OPEP). Por tanto, las cifras correspondientes a numerosos países, así como a la OPEP, no incluyen las posiciones de bancos estadounidenses.

Pasivo de los bancos declarantes frente a países exportadores de petróleo¹



OPEP en dólares de Estados Unidos se redujeron en general en 5.300 millones de dólares, mientras que los denominados en euros y yenes crecieron 2.8000 y 3.800 millones de dólares respectivamente. Los depósitos de residentes rusos en dólares estadounidenses crecieron 5.000 millones de dólares, aunque el grueso de sus 16.000 millones de dólares depositados en bancos declarantes estaba denominado en euros. Así pues, la proporción de pasivos en dólares frente a países exportadores de petróleo pasó del 67% al 65% en un solo trimestre, mientras que los pasivos en euros crecieron dos puntos porcentuales hasta el 22% (véase el panel derecho del Gráfico 3).

Este cambio en la proporción que representa el dólar de Estados Unidos no se produjo en todos los estados miembros de la OPEP. Por ejemplo, los depósitos denominados en dólares de residentes en Irán en bancos de países europeos desarrollados se redujeron en 4.000 millones de dólares. Algo similar hicieron los residentes en Arabia Saudita con sus depósitos en dólares en bancos británicos (retiraron 3.000 millones), al tiempo que aumentaron los denominados en yenes en una proporción similar. Países como Ecuador, Indonesia y Qatar redujeron sus depósitos en dólares en bancos declarantes en 2.300, 1.900 y 2.400 millones de dólares respectivamente. En cambio, los residentes en Libia aumentaron sus depósitos en dólares (en 5.000 millones de dólares), especialmente en el Reino Unido, la zona del euro y Suiza.

Estadísticas bancarias consolidadas en términos de prestatario inmediato

Las estadísticas bancarias consolidadas, calculadas en función de la nacionalidad de los bancos declarantes y netas de posiciones intragrupo, indican una expansión generalizada de los activos exteriores (*foreign claims*)

... mientras decrece el porcentaje de depósitos en dólares de EEUU de los países exportadores de petróleo

Fuerte expansión debido en parte a un efecto valoración

hasta los 24,7 billones de dólares³. Este incremento de 1,3 billones (el 5,5%) en el segundo trimestre de 2006 incluyó un efecto de valoración, al depreciarse el dólar estadounidense frente a muchas de las principales divisas entre finales de marzo y finales de junio⁴. Los bancos holandeses, franceses y alemanes fueron los que registraron los mayores avances, al aumentar su crédito a prestatarios en el Reino Unido, Estados Unidos y los mercados emergentes.

La proporción de préstamos a mercados emergentes permanece estable...

Los activos de los bancos declarantes frente a mercados emergentes permanecieron estables. Sus activos exteriores frente a estos prestatarios, por valor de 2,73 billones de dólares, representaron el 11% del total de estos activos, frente al 10% registrado un año antes. El mayor avance en este segmento correspondió a los bancos austriacos, casi exclusivamente frente a economías europeas emergentes. Aunque estos bancos representaron menos del 2% de los activos exteriores a escala mundial, mantuvieron el 20% de las posiciones frente a los países emergentes europeos. El aumento en el número de sucursales y las nuevas adquisiciones contribuyeron a triplicar esta proporción desde marzo de 2005. Tanto los bancos austriacos como los griegos mantenían el 50% de sus activos exteriores frente a mercados emergentes, muy por encima de las proporciones de otros sistemas bancarios nacionales.

El desglose por sectores y por vencimientos de los activos internacionales frente a mercados emergentes rondó sus niveles de los últimos siete años. El porcentaje de préstamos internacionales con vencimiento en el plazo de un año se redujo 1 punto porcentual hasta el 47%, por el incremento de los préstamos activos a más largo plazo frente a las economías emergentes europeas. La distribución por sectores se desplazó en cierta medida hacia el sector privado. En el último año, el porcentaje de activos frente al sector público de economías emergentes cayó 4 puntos porcentuales, hasta el 16%, mientras que la proporción frente a entidades privadas bancarias y no bancarias aumentó 2 puntos porcentuales. Esta evolución obedeció más a la expansión general de la actividad con mercados emergentes que a la moderada contracción frente al sector público.

Estadísticas bancarias consolidadas en términos de riesgo último

... y las exposiciones se reparten ampliamente

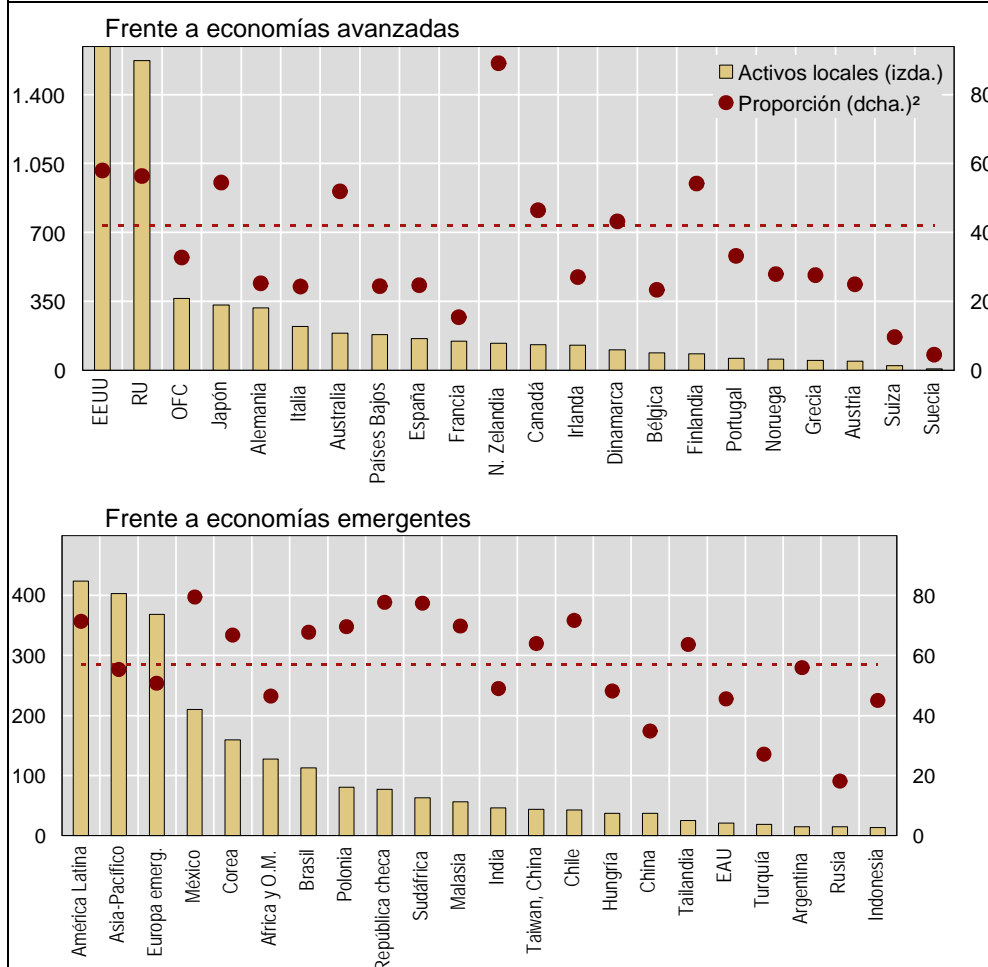
Este conjunto de estadísticas permite calcular la exposición de los bancos al riesgo país, al incluir las transferencias de riesgo y las posiciones contingentes de los bancos. El amplio episodio de ventas en los mercados financieros

³ Los activos exteriores incluyen activos internacionales (activos transfronterizos en cualquier moneda y activos locales en divisas) y activos locales denominados en moneda local. Por su parte, activos locales son aquellos que contabilizan las oficinas bancarias extranjeras frente a residentes en el país donde están ubicadas.

⁴ A tipos de cambio constantes, se estima que 700.000 millones de dólares (+3,3%) pueden atribuirse a un aumento del préstamo y de la inversión en valores. Dado que las estadísticas consolidadas no se desglosan por monedas, las oscilaciones ajustadas por valor (a tipos de cambio constantes) sólo pueden estimarse utilizando las estadísticas territoriales.

Activos locales consolidados a escala mundial¹

Cantidades, en miles de millones de dólares de EEUU; proporción, en porcentaje



OFC = centros financieros extraterritoriales. O.M. = Oriente Medio. EAU = Emiratos Árabes Unidos. Algunas de las economías emergentes enumeradas también forman parte de su grupo regional, por ejemplo, México está incluido en América Latina.

¹ Activos en cualquier moneda, frente a residentes locales, contabilizados por oficinas en el extranjero de los bancos declarantes; los activos locales frente a Estados Unidos ascendieron a 3.059 miles de millones de dólares en T2 2006. En el caso de 26 países, sus bancos de propiedad local declaran los activos consolidados a escala mundial en términos de riesgo último. ² Proporción de los activos locales frente a los activos exteriores. Las líneas discontinuas representan las proporciones generales calculadas como medias ponderadas. En el panel superior, la media incluye todas las economías avanzadas y centros extraterritoriales; y en panel inferior, incluye todas las economías emergentes, no sólo las enumeradas.

Fuente: estadísticas bancarias consolidadas internacionales del BPI.

Gráfico 4

durante los meses de mayo y junio apenas repercutió en los activos exteriores agregados de los bancos declarantes, creciendo la exposición frente a la mayoría de países en el transcurso del segundo trimestre de 2006. Los activos exteriores totales (en términos de riesgo último) se situaron en 20,3 billones de dólares, lo que supone un aumento desde los 19,2 billones del trimestre anterior. El valor de mercado de las posiciones con derivados creció especialmente frente a numerosos países cuyos mercados financieros habían experimentado volatilidad, como Chile, Corea, Hungría, la India, Indonesia y Sudáfrica.

Préstamos apalancados e integración financiera en Asia: el caso de la financiación de casinos

Blaise Gadanecz y Robert N McCauley

¿Hasta qué punto financian los bancos asiáticos la inversión en Asia? El reciente auge de la construcción de hoteles y casinos en Macao y más recientemente en Singapur supone un ejemplo interesante desde tres puntos de vista. En primer lugar, estos proyectos de inversión satisfacen la demanda nacional en un sentido amplio, a través del gasto de los turistas procedentes de la China continental. Se constata pues una excepción a la escasez de gasto en inversión en Asia oriental en relación a la tasa de ahorro, señalada por diversos observadores como una posible causa del superávit por cuenta corriente en la región. En segundo lugar, el sector de los complejos hoteleros y de apuestas son de los pocos que se han financiado en Asia a través de préstamos con gran apalancamiento en los dos últimos años (la preferencia de los inversionistas asiáticos por títulos de alta rentabilidad en moneda local o en dólares ha sido escasa). Por último, los préstamos en moneda local predominan en la financiación de estos proyectos de construcción.

Para evaluar la integración de los sistemas bancarios asiáticos en la financiación de estas inversiones, analizamos la composición de los préstamos sindicados para este tipo de proyectos tanto a nivel superior (*senior*) como inferior (*junior*)[®]. Siguiendo el razonamiento de McCauley et al (2002)[®], hallamos que han sido los bancos estadounidenses y europeos, más que los asiáticos, los que han desempeñado las funciones más rentables como organizadores de dichos préstamos. Al mismo tiempo, en la mayoría de los casos se corrobora que gran parte de la financiación (de media, casi el 50%) la han proporcionado los bancos asiáticos, pero no siempre, pues en el caso de préstamos en monedas de la región prevalece la participación asiática.

En los últimos 12 meses, se han sindicado préstamos por un valor superior a los 4.000 millones de dólares para cuatro proyectos de construcción de hoteles y casinos en Macao. A esto se unen los 2.900 millones de dólares actualmente en proceso de organización para proyectos similares en Macao y Singapur. Uno de estos proyectos es propiedad de un grupo estadounidense de casinos, mientras que otros muchos son *joint-ventures* con grupos de Estados Unidos y otro lo realiza un grupo australiano. Todos estos proyectos se financian en gran medida con deuda, por lo que los diferenciales de los préstamos alcanzan o superan los 250 puntos básicos sobre el Libor. Al menos el 17% del crédito está denominado en dólares de Hong Kong o Singapur (no es posible financiar en renminbi proyectos de construcción en Macao), y el resto lo está en dólares de Estados Unidos.

Examinando la composición del préstamo sindicado a nivel *senior*, se observa que los organizadores suelen proceder de Estados Unidos y Europa (sobre todo Portugal, a través de sus filiales en Macao). Los grupos de casinos estadounidenses han solido optar por sus propios bancos para organizar los préstamos, una actividad remunerada de alto nivel. Corroborando la idea de que las funciones organizativas suelen confiarse a bancos de relación, los préstamos sindicados para financiar proyectos de *joint-venture* con socios asiáticos han solido estar organizados por bancos asiáticos.

En cuanto a los proveedores de fondos, la participación es muy desigual. A partir de datos divulgados sobre la participación exacta de cada banco, los bancos europeos suelen proporcionar el porcentaje más elevado de la financiación, seguidos de los bancos asiáticos con una participación del 30-50%, pese a la escasa participación de las entidades japonesas. Como era de esperar, los bancos locales predominan en las facilidades o tramos denominados en dólares de Hong Kong o Singapur, algunos de los cuales se dirigen específicamente a bancos asiáticos y gozan de mejoras crediticias (garantías físicas o personales). La participación asiática también suele ser más elevada en operaciones conjuntas de hotel y casino, debido entre otros aspectos a la dificultad de los bancos chinos continentales para financiar casinos, así como en facilidades en las que el prestatario es una *joint-venture* con un socio asiático[®]. En el caso de un importante proyecto estadounidense para construir un complejo hotelero en Macao, gran parte de la financiación (conocido como *term loan B*) se saltó los canales tradicionales de sindicación bancaria para ofrecerse directamente a inversionistas institucionales constituidos en Estados Unidos y el Caribe a través de un deudor de Delaware. Al igual que otros títulos de alto rendimiento *term loan B*, éste se negocia activamente y se ha titularizado hasta cierto punto en CLO (*collateralised loan obligations*).

En resumen, aunque la participación de bancos asiáticos en este pequeño segmento de préstamos sindicados es significativa, los bancos de inversión estadounidenses podrían desbancarlos recurriendo a instituciones financieras no bancarias de Estados Unidos. Esta posibilidad refleja una mayor entrada directa de inversionistas institucionales en el sector de los préstamos con alto apalancamiento.

^① Los acreedores de un préstamo sindicado pueden dividirse en dos grupos. El primero está formado por los miembros de alto nivel (*senior*), que suelen actuar en calidad de organizador encargado (*mandated arranger*), organizador (*arranger*), organizador principal (*lead arranger*) o agente (*agent*), cuya misión es agrupar a los bancos que prestarán el dinero en términos sindicados en las condiciones acordadas. El préstamo sindicado se forma en torno a los organizadores (a menudo, los bancos de relación del prestatario), quienes retienen parte del préstamo y buscan participantes secundarios (*junior*). Estos últimos bancos, que suelen ejercer de gestores (*manager*) o participantes (*participant*), conforman el segundo grupo de acreedores. Para saber más al respecto, véase B. Gadanecz, "The syndicated loan market: structure, development and implications", *BIS Quarterly Review*, diciembre de 2004." ^② R N McCauley, S S Fung y B Gadanecz, "Integrating the finances of East Asia", *BIS Quarterly Review*, diciembre de 2002. ^③ En líneas más generales, se ha observado mayor presencia de bancos asiáticos en el caso de préstamos de alto rendimiento organizados durante los dos últimos años en Asia oriental y denominados en monedas asiáticas (no en dólares de Estados Unidos) concedidos a *joint ventures* con socios asiáticos (con respecto a la filial local de las sociedades estadounidenses).

Los bancos declarantes al BPI aumentaron su exposición frente a diversos mercados emergentes, en especial China, Corea y Rusia. La proporción de activos frente a China y Corea en manos de los tres mayores acreedores prácticamente no cambió, mientras que en el caso de Rusia, se produjeron grandes cambios. En el último año, la proporción de activos exteriores frente a Rusia correspondiente a estos tres acreedores ha pasado del 57% al 44%.

Gran parte de los activos exteriores correspondieron a préstamos a través de sucursales y filiales locales (en lo sucesivo "activos locales"), en contraposición a los préstamos transfronterizos. Para el conjunto de los 26 países declarantes, el 44% de sus activos exteriores (riesgo último) se realizó a través de oficinas locales. Los sistemas bancarios con mayores activos locales (más de 600.000 millones de dólares cada uno) también concedieron una proporción sustancial a través de sus entidades locales. Más del 50% de los activos exteriores de los bancos holandeses, españoles, suizos y británicos se contabilizaron como locales, siendo esta proporción del 50% en el caso de bancos estadounidenses y del 30% para los franceses y alemanes.

Importancia del préstamo a través de oficinas locales...

Los principales destinos del préstamo a través de filiales y sucursales locales son las zonas con actividad financiera significativa, como Estados Unidos y el Reino Unido, seguidos de centros extraterritoriales, países de la zona del euro y Japón (véase el Gráfico 4). Por su parte, los mercados emergentes recibieron 1,3 billones de dólares (el 15% del total de activos locales de los bancos declarantes), de los cuales, el 90% se repartió casi por igual entre América Latina, Asia-Pacífico y la Europa emergente, mientras que África y Oriente Medio representaron el restante 10%.

La proporción de activos exteriores en oficinas locales mostró variaciones considerables entre los países receptores (véase el Gráfico 4). En el caso de los mercados emergentes (panel inferior), esta proporción (57%) fue en general mayor que para los países avanzados (42%, panel superior), aunque con sustanciales diferencias dependiendo del país en cada grupo. Por

... con grandes variaciones según los destinos

ejemplo, la proporción de activos locales en Nueva Zelandia (89%) obedece al excepcional grado de propiedad que ostentan los bancos extranjeros, especialmente australianos, mientras que la proporción en el Reino Unido (56%) se debe al estatus de Londres como centro bancario internacional. En el caso de México y América Latina, la elevada proporción refleja en general la presencia de bancos españoles y estadounidenses en la intermediación de fondos.

Sucursales en el extranjero de bancos de mercados emergentes

Las estadísticas consolidadas también permiten conocer en qué medidas los bancos con sede en mercados emergentes abren sucursales en otros países⁵. La proporción local de los préstamos exteriores de los bancos indios, taiwaneses y turcos fue del 23%, 13% y 18% respectivamente, algo menor de la que contabilizaron los bancos constituidos en las principales economías avanzadas. La evolución de los datos sobre préstamos locales indican la existencia de vínculos económicos y culturales; por ejemplo, los bancos brasileños mantuvieron su mayor proporción de activos locales⁶ frente a residentes en Portugal, Estados Unidos y Argentina, mientras que los bancos indios se dirigieron más al Reino Unido, Canadá y Singapur.

El mercado internacional de títulos de deuda

Cae la emisión bruta de bonos y pagarés

La fortaleza de los mercados financieros internacionales se vio reflejada en la intensa emisión de deuda internacional en el tercer trimestre de 2006. La emisión bruta de bonos y pagarés se acercó a 1,1 billones de dólares, lo que hace que 2006 sea el primer año en el que se supera el billón de dólares en términos brutos. Aunque la emisión bruta fue casi un 5% inferior a la del trimestre anterior, supone menos de la mitad del descenso promedio correspondiente al tercer trimestre por factores de calendario. Dado que la amortización anticipada también permaneció en niveles históricamente altos, la emisión neta de bonos y pagarés se desaceleró más de lo normal para esta época del año, hasta llegar a los 506.000 millones de dólares, si bien supera ampliamente el ritmo del año anterior.

La emisión neta del RU excepcionalmente fuerte

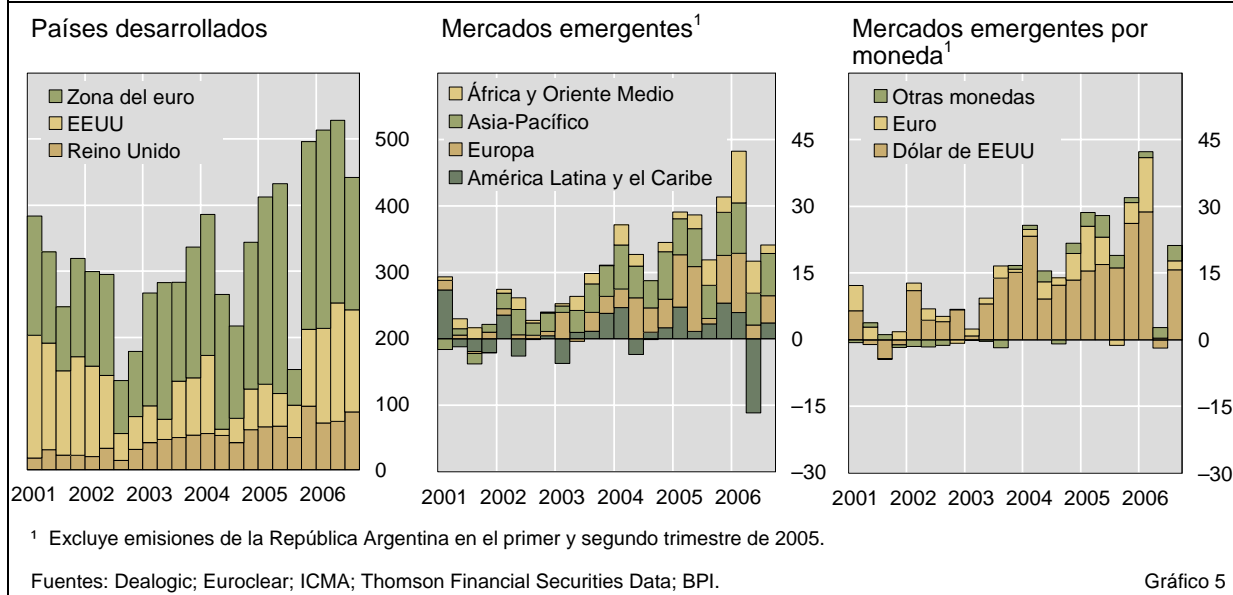
La emisión neta varió considerablemente entre las distintas regiones. La zona del euro registró el mayor descenso, en concreto 76.000 millones de dólares hasta llegar a los 200.000 millones, lo que supone más del doble de la disminución media estacional, mientras que la contracción en Estados Unidos desde 179.000 hasta 154.000 millones de dólares fue incluso mayor en términos ajustados de calendario. El Reino Unido fue uno de los pocos países desarrollados que registró un fuerte crecimiento en su emisión de bonos y pagarés, lo que concuerda con su tendencia de largo plazo a emitir una proporción cada vez mayor de deuda internacional (véase el panel izquierdo

⁵ Los mercados emergentes que contribuyen con estadísticas consolidadas en base al riesgo último son Chile, la India, Taiwan (China) y Turquía. Otros dos mercados emergentes, Brasil y México, presentan sus estadísticas consolidadas en base al prestatario inmediato.

⁶ Se refiere a activos locales en moneda local (en términos de prestatario inmediato); véase la nota a pie de página anterior.

Emisión neta de bonos y pagarés internacionales

Por nacionalidad del emisor, en miles de millones de dólares de EEUU



del Gráfico 5). La emisión desde el Reino Unido en el último trimestre estuvo dirigida por instituciones financieras privadas, incluyendo un número considerable de titulaciones. Así por ejemplo, los mayores emisores británicos fueron dos fondos hipotecarios lanzados por el Royal Bank of Scotland.

Para el conjunto de la muestra, la desaceleración en la emisión neta de deuda fue menos marcada en el sector financiero, en especial para las entidades financieras no bancarias. La emisión neta de deuda por parte de entidades financieras se situó en 492.000 millones de dólares, prácticamente igual que en el trimestre anterior en términos ajustados de calendario. Las titulaciones siguieron representando el grueso de dichas emisiones, habiéndose realizado muchas de las mayores emisiones en dicho trimestre. Por ejemplo, un *trust* de titulación especializado (Canada Housing Trust No 1), asesorado por la Canada Mortgage and Housing Corporation, lanzó la mayor emisión de deuda del sector financiero público, por valor de 5.700 millones de dólares.

Aunque la emisión de deuda corporativa no financiera se frenó con respecto al trimestre anterior, se mantuvo en cotas elevadas (449.000 millones de dólares). Empresas de servicios públicos como gas natural o electricidad realizaron gran parte del total de emisión corporativa. En concreto, la mayor colocación de deuda corporativa pública no financiera la realizó Ras Laffan Liquefied Natural Gas Company, una empresa de gas natural ubicada en Qatar, por un valor de 1.600 millones de dólares.

La emisión en los mercados emergentes superó la de los países industrializados. La emisión bruta pasó de 31.000 a 39.000 millones de dólares, pese a su tendencia estacional a decrecer en el tercer trimestre. La emisión neta también creció desde 800 a 21.200 millones de dólares, gracias

Algunas titulaciones de grandes dimensiones

Crecen las emisiones de los mercados emergentes...

al repunte en la actividad en las economías emergentes de Asia, América Latina y Europa (véase el panel central del Gráfico 5). América Latina en concreto registró un repunte de su endeudamiento después de que en el segundo trimestre hubiera amortizado 16.800 millones de dólares en términos netos.

... gracias a importantes países asiáticos emergentes...

En cuanto a las economías emergentes asiáticas, Corea y Filipinas fueron dos de los países más activos en el mercado internacional de deuda. El primero de ellos aumentó su emisión total de bonos y pagarés en el tercer trimestre hasta los 6.800 millones de dólares, casi en totalidad dirigida a instituciones financieras privadas, tanto bancarias como no bancarias. Mientras que casi el 90% de los títulos nuevos de Corea estaba denominado en dólares, los 1.500 millones de dólares emitidos por Filipinas se denominaron en su totalidad en dólares. El dólar sigue siendo la moneda preferida en las emisiones de los países de mercado emergentes tanto en términos brutos como netos (véase el panel derecho del Gráfico 5).

... y al regreso de los soberanos al mercado

A diferencia del segundo trimestre, cuando los soberanos de mercados emergentes prácticamente estuvieron ausentes del mercado internacional de deuda, en el tercer trimestre reforzaron su actividad, alcanzando sus emisiones los 8.200 millones de dólares en términos brutos. La emisión neta volvió a situarse en territorio positivo (2.400 millones de dólares), tras las amortizaciones netas del trimestre anterior por valor de 20.000 millones de dólares. Uno de los mayores emisores nuevos fue Brasil, por un valor de 1.100 millones de dólares. Algunos países, no obstante, registraron amortizaciones netas, como en el caso de Venezuela, por tercer trimestre consecutivo. Algo similar ocurrió en México, que tras haber amortizado en términos netos 874 millones de dólares en el segundo trimestre, volvió a hacerlo por valor de 1.300 millones de dólares en el tercer trimestre.

Mercados de derivados

Derivados negociados en bolsa

Descenso estacional de la negociación en los mercados organizados de derivados

La actividad en los mercados internacionales de derivados de desaceleró en el *tercer trimestre de 2006*. La contratación de derivados de tipos de interés, de divisas y de índices bursátiles se redujo un 4% en su conjunto hasta situarse en 465 billones de dólares entre julio y septiembre⁷, mientras que en el trimestre anterior había aumentado un 13%. Aunque la actividad se redujo en las tres categorías, gran parte de la desaceleración parece deberse a factores estacionales, que suelen reducir la negociación de contratos sobre tipos de interés durante el segundo semestre.

Escaso impacto de la política monetaria en los volúmenes de contratos del mercado de dinero

A diferencia de trimestres anteriores, el cambio de perspectivas sobre la política monetaria apenas impulsó la contratación de derivados del mercado de dinero. En julio se produjo la primera subida de tipos de interés en Japón en varios años, decisión ampliamente anticipada por los mercados que tuvo

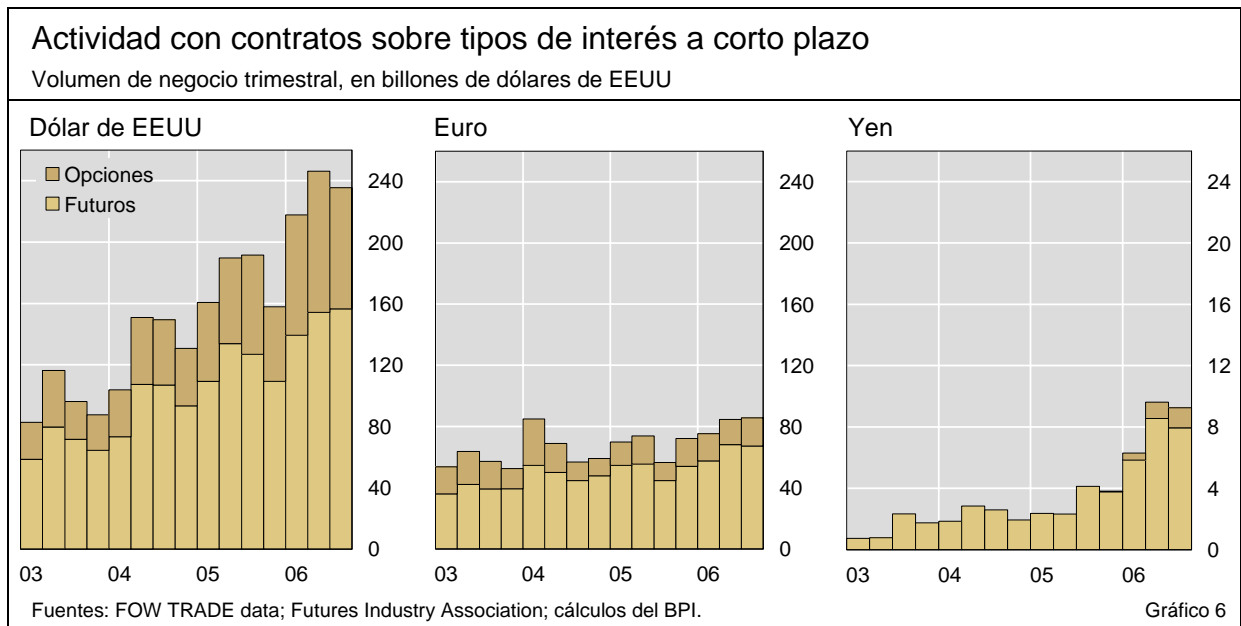
⁷ Todas las tasas de crecimiento de derivados bursátiles citadas en esta sección son intertrimestrales.

escaso impacto en la negociación. La negociación de futuros y opciones a corto plazo en yenes cayó un 4% hasta llegar a los 9 billones de dólares en el tercer trimestre (véase el Gráfico 6). En Estados Unidos, el reajuste momentáneo en agosto y septiembre de las perspectivas de los inversionistas sobre los tipos de interés oficiales apenas pesó en la actividad con contratos sobre tipos de interés a corto plazo en dólares, que se redujo un 4% hasta los 235 billones de dólares⁸. La negociación con derivados de tipos de interés a corto plazo en euros permaneció estable en torno a los 86 billones de dólares, al responder la política monetaria a las expectativas.

La contratación de futuros y opciones sobre índices bursátiles se redujo un 7% hasta los 43 billones de dólares en el tercer trimestre⁹. Entre los principales mercados, el volumen de contratación medido por las cantidades nacionales cayó un 23% en Japón, 13% en el Reino Unido, 12% en Estados Unidos y 5% en Corea. El único incremento se produjo en contratos sobre índices bursátiles de la zona del euro, gracias a un efecto valoración que elevó un 5% los volúmenes negociados en términos nacionales. El volumen de negociación (medido por el número de contratos ya que las cantidades nacionales no se encuentran disponibles) también se contrajo en los mercados de opciones sobre acciones individuales de empresas domiciliadas en Estados Unidos y la zona del euro.

A lo largo de los meses de verano, la actividad con contratos sobre materias primas se mantuvo estable en cotas elevadas, aunque con cambios

Descenso de la actividad en los contratos sobre índices

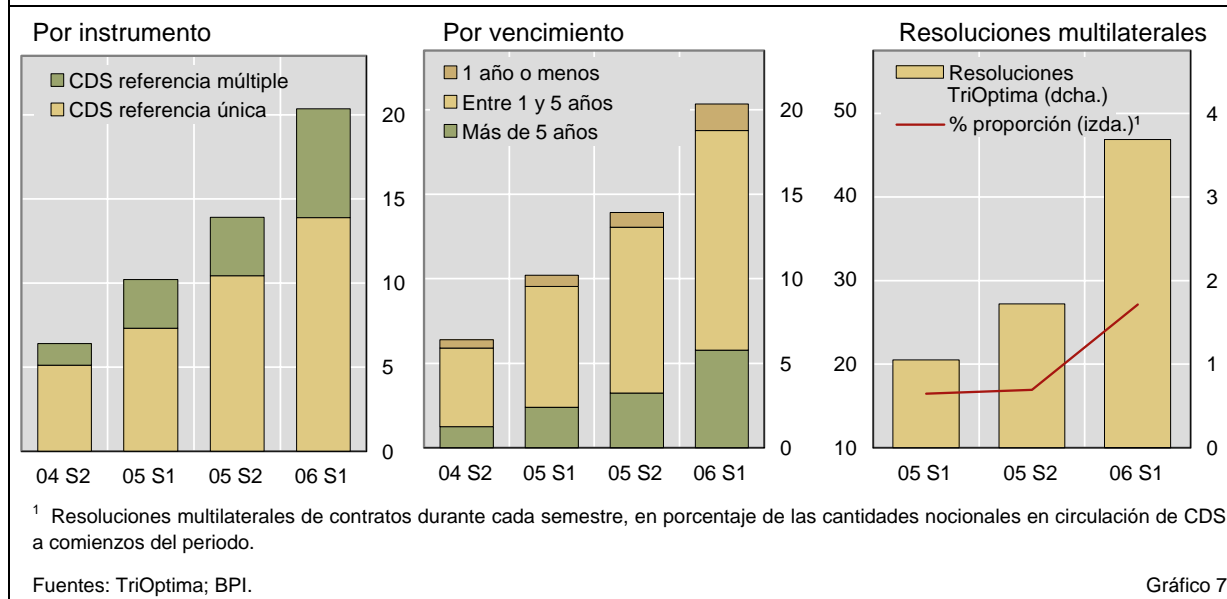


⁸ Estudios anteriores demuestran que los cambios en las expectativas sobre tipos de interés suelen influir en la actividad con derivados bursátiles de tipos de interés a corto plazo, especialmente en el caso de contratos sobre tasas eurodólares a tres meses. Véase C Upper, "Derivatives activity and monetary policy", *BIS Quarterly Review*, septiembre 2006, pp 65–76.

⁹ No queda claro hasta qué punto esta desaceleración se debe meramente a factores estacionales, al no haberse podido constatar un patrón estable en la contracción en este mercado a lo largo del año.

Swaps de incumplimiento crediticio (CDS)

En billones de dólares de EEUU



La mayor contratación de derivados de energía contrasta con la caída en otras materias primas

sustanciales entre las diferentes categorías de productos. Así, el número de derivados de energía (cantidades nominales no disponibles) negociados en mercados internacionales creció un 22% hasta alcanzar un nuevo máximo, mientras que la actividad con otros tipos de materias primas se contrajo pese a que los precios se mantuvieron o incluso subieron.

Derivados extrabursátiles¹⁰

Rápido crecimiento de los derivados OTC...

El volumen de derivados extrabursátiles en circulación (*over-the-counter*, OTC) creció a buen ritmo en *el primer semestre de 2006*. Las cantidades nominales para todo tipo de contratos OTC alcanzaron los 370 billones de dólares a finales de junio, un 24% más que seis meses antes. Especialmente marcado fue el 46% de avance que experimentaron los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS), algo similar a lo ocurrido en otros segmentos. Las posiciones abiertas en derivados de tipos de interés crecieron un 24%, y las de contratos sobre divisas lo hicieron un 22%. Por su parte, los contratos sobre acciones y materias primas aumentaron un 17% y 18% respectivamente. Los valores brutos de mercado, que permiten medir el riesgo de mercado en un determinado momento mejor que las cantidades nominales, aumentaron el 3% hasta alcanzar los 10 billones de dólares a finales de junio de 2006.

... pese al aumento de las resoluciones multilaterales de contratos CDS

La expansión en el segmento de CDS habría sido incluso mayor de no haber sido por un incremento de las resoluciones anticipadas de dichos contratos. Las resoluciones multilaterales¹¹ repercutieron significativamente en

¹⁰ Para saber más sobre actividad con derivados OTC, véase www.bis.org/publ/otc_hy0611.htm.

¹¹ La sociedad privada TriOptima ofrece desde comienzos de 2003 servicios de resolución anticipada a los intermediarios de derivados OTC, primero para *swaps* sobre tipos de interés y más tarde para CDS. Un ciclo de resolución consta de dos etapas. En primer lugar, los intermediarios facilitan a TriOptima información sobre sus posiciones con derivados en cada

el crecimiento de este mercado. Las resoluciones de CDS alcanzaron casi 4 billones de dólares en los primeros seis meses del año, lo que redujo en casi 30 puntos porcentuales la tasa de crecimiento de este mercado (véase el Gráfico 7). Las cifras correspondientes a semestres anteriores no llegaban a 20 puntos porcentuales.

El ritmo de crecimiento fue especialmente intenso para los CDS de referencia múltiple (*multi-name*), que incluyen índices por tramos. Las cantidades nominales de estos instrumentos aumentaron un 86% en los seis primeros meses de 2006, hasta llegar a 6,5 billones de dólares, mientras que en el caso de CDS de referencia única (*single-name*) crecieron algo menos de un tercio, hasta los 13,9 billones de dólares.

La actividad en el mercado de CDS se repartió más equitativamente entre la gama de vencimientos. Aunque la mayoría de CDS sigue teniendo un vencimiento de entre uno y cinco años, el crecimiento fue mucho mayor para vencimientos inferiores o superiores a dicho intervalo. Las cantidades nominales de CDS con vencimiento inferior a un año crecieron un 83%, mientras que las de instrumentos a más de cinco años lo hicieron un 79%. El incremento en el segmento a más corto plazo podría explicarse en parte por el vencimiento de contratos más antiguos, mientras que en el tramo largo podría deberse a un aumento de liquidez hacia el final del intervalo de vencimientos.

contrato. La empresa comprueba entonces si cada uno de ellos ha sido registrado por ambas partes en los mismos términos. En la segunda fase, la sociedad calcula un conjunto de contratos bilaterales entre participantes que supone la misma exposición neta, pero menos exposición en términos brutos.