

Aspectos más destacados de la actividad bancaria y financiera internacional¹

El BPI, en colaboración con bancos centrales y autoridades monetarias de todo el mundo, compila y distribuye diversos conjuntos de datos sobre la actividad bancaria y financiera internacional. Para el mercado bancario internacional, los últimos datos disponibles corresponden al cuarto trimestre de 2006, mientras que para los mercados internacionales de títulos de deuda y de derivados se utilizan datos del primer trimestre de 2007.

El mercado bancario internacional

Estadísticas bancarias territoriales

Expansión del
crédito a entidades
no bancarias...

Durante el último trimestre de 2006, el total de préstamos transfronterizos aumentó 1 billón de dólares. Tras un crecimiento más moderado a mediados de año, el repunte en los préstamos interbancarios representó el 54% de ese total. El incremento de los préstamos a instituciones no financieras contribuyó otros 473.000 millones de dólares, impulsando el total de préstamos transfronterizos a 26 billones de dólares, un 18% más que a finales de 2005. Los sectores no bancarios de Estados Unidos y la zona del euro recibieron préstamos por valor superior a 100.000 millones de dólares cada uno, seguidos por los centros extraterritoriales y las economías emergentes con 92.000 millones y 60.000 millones, respectivamente.

... y a centros
extraterritoriales

Los préstamos concedidos a centros extraterritoriales² por lo general continuaron creciendo a buen ritmo. Los activos de los bancos declarantes al BPI frente a centros extraterritoriales se situaron a finales de 2006 un 23% por encima de su nivel un año antes, alcanzando los 3,3 billones de dólares. Un 60% de esos activos los constituyen préstamos concedidos a bancos, mientras que el resto parece tratarse principalmente de financiación a otras entidades financieras domiciliadas en centros extraterritoriales. En el último trimestre, las Islas Caimán por sí solas atraieron más del 80% de los 189.000 millones de

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

² Este grupo incluye a los centros extraterritoriales declarantes al BPI (los incluidos en la lista del Gráfico 1 y Bahrain), además de ocho centros más pequeños (Aruba, Barbados, Gibraltar, Líbano, Mauricio, Samoa, Vanuatu y las Antillas británicas).

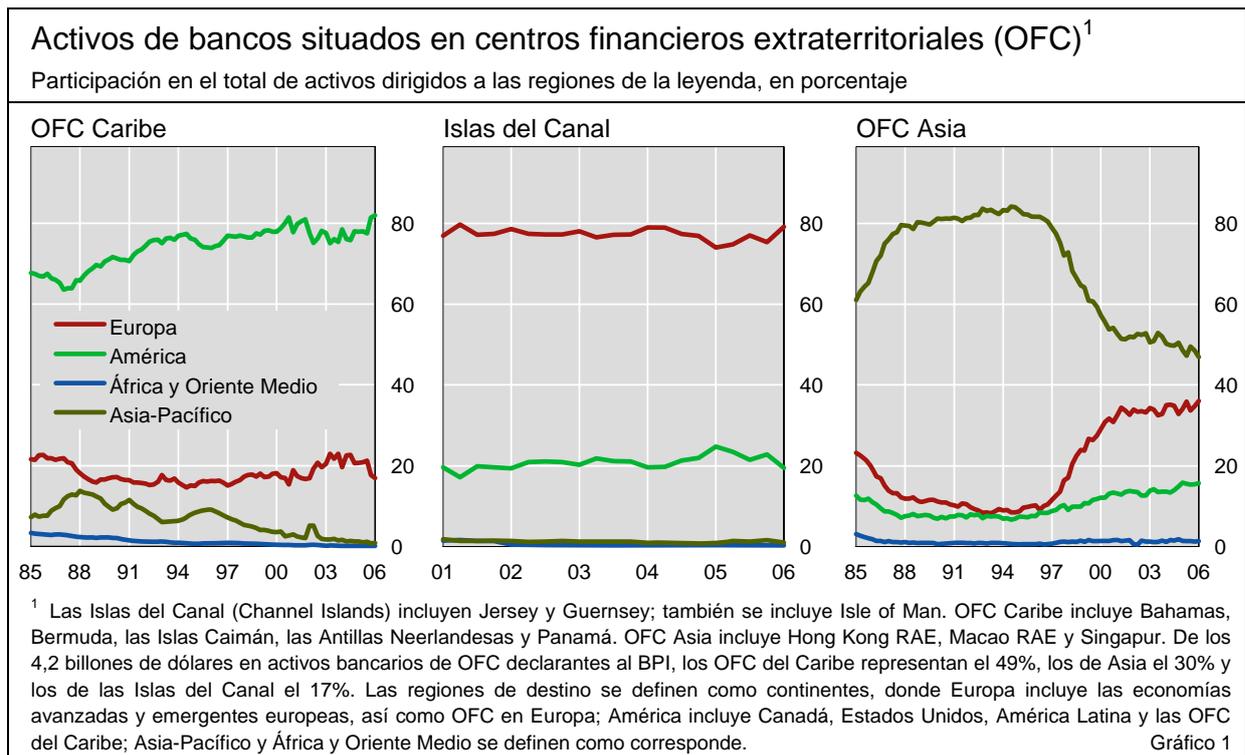
dólares en que crecieron los activos bancarios frente a centros extraterritoriales, como resultado de los préstamos concedidos por bancos estadounidenses, suizos y británicos.

Los bancos ubicados en centros extraterritoriales suelen dirigir sus fondos sobre todo al continente en el que se encuentran (véase el Gráfico 1). Durante los dos últimos trimestres de 2006, los centros extraterritoriales del Caribe incrementaron su participación en el crédito al continente americano hasta superar el 80%, al tiempo que la participación de las Islas del Canal creció 4 puntos porcentuales en relación a Europa hasta situarse en un 79%. Por el contrario, tras la crisis asiática y la gradual retirada del préstamo internacional desde Hong Kong a los bancos japoneses a finales de la década de los 90, las entidades bancarias en los centros extraterritoriales de Asia continuaron reduciendo su participación en la financiación hacia la región Asia-Pacífico.

El flujo de crédito hacia las economías emergentes alcanzó nuevas cotas a lo largo de 2006, incrementándose en 96.000 millones de dólares en el último trimestre, lo que sitúa el volumen de nuevos créditos concedidos durante el año en 341.000 millones de dólares. Esta cantidad superó los máximos anteriores (232.000 y 134.000 millones de dólares en 2005 y 1996, respectivamente) en términos tanto de valor nominal como de crecimiento. La actual tasa de crecimiento anual ha aumentado hasta el 24%, sobrepasando así por sexto trimestre consecutivo su anterior máximo del 17% alcanzado a principios de 1997.

Las economías emergentes europeas desplazaron a sus homólogas asiáticas como principal destino del crédito concedido por los bancos declarantes al BPI. Desde 2002, el crecimiento de los activos frente a las economías de esta región ha superado constantemente al de las demás regiones. Con influjos trimestrales récord, las economías emergentes de

Repunte del crédito hacia economías emergentes a lo largo de 2006



Europa recibieron más del 60% de los nuevos préstamos a economías emergentes, lo que incrementó su participación en el total de estos créditos hasta un 34%. La proporción de nuevo crédito destinado a prestatarios tradicionales (Rusia, Turquía, Polonia y Hungría) fue inferior a la dirigida a algunos mercados más pequeños, especialmente Rumania y Malta, así como Ucrania, Chipre, Bulgaria y los Estados Bálticos. De los restantes 38.000 millones de dólares concedidos a economías emergentes, los prestatarios de África y Oriente Medio acapararon un 24% y a los de América Latina un 12%, mientras que el crédito concedido al conjunto de economías emergentes de Asia permaneció invariable.

Las economías emergentes europeas se endeudan más en euros

La moneda de denominación de los créditos transfronterizos a las economías emergentes de Europa fue el euro en mayor medida. Respecto al volumen total en circulación, las participaciones del euro y el dólar alcanzaron el 44% y el 31% respectivamente, aunque la brecha en los datos de flujos más recientes fue más pronunciada (61% y 5%). Mientras que la proporción que representa la libra esterlina se ha mantenido cercana al 1%, el yen ha perdido terreno frente al franco suizo, en línea con la tendencia de los últimos seis años. No obstante, los datos transfronterizos no dan demasiados indicios de endeudamiento inusual en francos suizos que pudiera asociarse con préstamos minoristas en esa moneda en diversos países. El endeudamiento en la moneda suiza sigue en general por debajo del 4% del total de préstamos transfronterizos y sobrepasa el 10% sólo en Croacia y Hungría. En cambio, las monedas nacionales parecen haber ido ganando importancia, aumentando así su participación hasta el 18% y superando incluso el 35% en Polonia y la República Checa³.

La imposición de controles de capitales en Corea y Tailandia en diciembre frenó en cierta medida los flujos bancarios transfronterizos. Los activos frente a prestatarios residentes en Corea permanecieron constantes, después de grandes entradas de fondos en los dos trimestres anteriores. En Tailandia, una caída del 8% en el crédito, exacerbada por las salidas de fondos en forma de depósitos en bancos declarantes al BPI (+4%), resultó en una salida neta total de 3.800 millones de dólares. Como consecuencia, los activos netos frente a Tailandia de los bancos declarantes al BPI, que se tornaron negativos en septiembre de 2004, crecieron un 68% hasta llegar a los -9.200 millones de dólares.

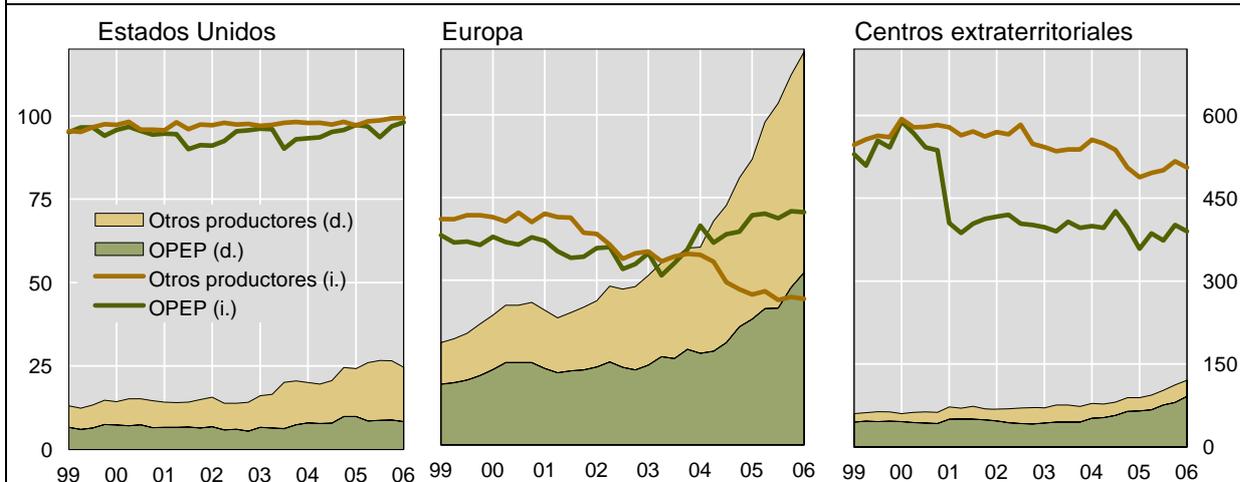
Los pasivos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI crecieron en el trimestre solamente dos tercios de lo que lo hicieron sus activos. Esta tendencia, observada durante los últimos años, no se debió a las economías emergentes, que han estado realizando depósitos en estos bancos por encima de su nuevo endeudamiento, ampliando con ello su posición como acreedores netos en el sistema bancario internacional hasta tal punto que los pasivos netos de los bancos declarantes frente a estas economías han alcanzado los 349.000 millones de dólares. Esta cantidad ha aumentado de manera

Los depósitos de las economías emergentes superan su endeudamiento

³ La participación de la moneda local se estima de forma residual; incluye activos que no están denominados ni en las principales divisas ni en las monedas nacionales de los bancos declarantes.

Depósitos procedentes de países productores de petróleo¹

Cantidades en miles de millones de dólares de EEUU; proporción del dólar de EEUU en porcentaje



¹ Total de depósitos en bancos declarantes al BPI procedentes de entidades residentes en países miembros de la OPEP y otros países productores de petróleo, y porcentaje de depósitos denominados en dólares de EEUU. La proporción que representa el dólar de EEUU se calcula a tipos de cambio constantes del cuarto trimestre de 2006. Para los centros extraterritoriales, el cálculo excluye los depósitos en aquellos centros que no realizan desgloses por moneda (Bahrain, Hong Kong RAE, Macao RAE, las Antillas Neerlandesas y Singapur, que en conjunto representan el 85% y el 27% del total de los depósitos procedentes de la OPEP y de "otros productores", en bancos y centros extraterritoriales, respectivamente). Los países miembros de la OPEP son Arabia Saudita, Argelia, Emiratos Árabes Unidos, Indonesia, Irán, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar y Venezuela (en diciembre de 2006). Otros grandes países productores de petróleo aquí incluidos son Angola, Colombia, Ecuador, Egipto, Kazajstán, México, Noruega, Omán, Rusia, Siria y Yemen. Europa incluye las economías europeas avanzadas (con Suiza y el Reino Unido) y excluye los países de Europa central y oriental y los centros financieros extraterritoriales europeos. Gráfico 2

constante desde que se hiciera positiva a principios del año 2000. En el último trimestre, los depositarios más activos han sido los residentes en la región Asia-Pacífico así como los de África y Oriente Medio.

Los países productores de petróleo siguieron realizando depósitos primordialmente en bancos europeos (véase el Gráfico 2). En el transcurso del último trimestre, los Estados miembros de la OPEP y otros países productores de petróleo retiraron sus depósitos de bancos estadounidenses para dirigirlos a Europa. Del billón de dólares que tienen depositados estos países, el 71% se encuentra en bancos europeos, el 15% en bancos de Estados Unidos y el 12% en bancos de centros extraterritoriales⁴. Los miembros de la OPEP recurren a los centros extraterritoriales (20% de sus depósitos) —especialmente Bahrain— más que otros productores de petróleo (6%), y tan sólo el 11% de sus depósitos declarados están en bancos de Estados Unidos. Esta preferencia podría obedecer a razones geográficas más que a consideraciones sobre la composición de divisas, pues mantienen en cuentas denominadas en dólares un porcentaje de sus depósitos europeos mayor que el que mantienen otros productores de petróleo.

Los depósitos de países de la OPEP siguen en dólares pero se dirigen a Europa

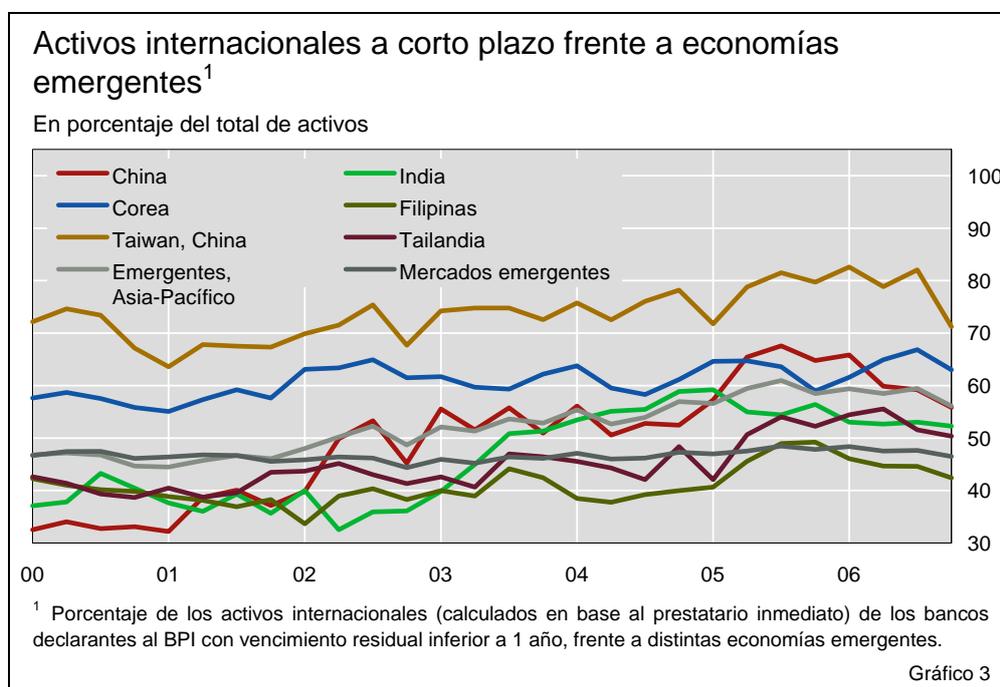
⁴ Se refiere a depósitos contabilizados por bancos ubicados en los 40 países declarantes al BPI frente a los países productores de petróleo incluidos en el Gráfico 2.

Estadísticas bancarias consolidadas en términos de prestatario inmediato

La expansión de la actividad bancaria internacional durante el último trimestre de 2006 estuvo impulsada principalmente por el crecimiento de los activos exteriores (*foreign claims*) de los bancos franceses, alemanes, suizos y japoneses. La actividad crediticia dentro de la zona del euro suele impulsar los activos internacionales de los países europeos. No obstante, incluso si se excluyen los dirigidos a residentes de la zona del euro, los activos internacionales (*international claims*) de los bancos franceses y suizos aumentaron notablemente, debido fundamentalmente al incremento de los préstamos concedidos a residentes en Estados Unidos⁵. Los activos de los bancos japoneses frente a Estados Unidos también crecieron, al igual que aquellos frente a residentes en la zona del euro.

Entre los bancos con sede en países con economías emergentes, los de la India, Taiwan (China) y Turquía incrementaron sus activos, mientras que en los bancos brasileños y mexicanos se redujeron. En el caso de los primeros, el crecimiento se debió en su totalidad a la actividad internacional, más que a un crecimiento de los activos en moneda local de sus oficinas en el extranjero. Prácticamente todos esos nuevos activos son a corto plazo, con vencimientos inferiores a un año, y en su mayoría han sido concedidos a entidades no bancarias del sector privado. Por su parte, los bancos taiwaneses canalizaron fondos hacia los residentes en la zona del euro, mientras que los de Turquía lo hicieron hacia Estados Unidos y los de la India sobre todo hacia países

Crecimiento significativo de los activos frente a residentes en EEUU



⁵ Las estadísticas bancarias consolidadas en términos de prestatario inmediato dividen los activos exteriores de los bancos declarantes en dos categorías: activos internacionales (que incluyen activos transfronterizos y préstamos locales denominados en moneda extranjera) y activos locales en moneda local.

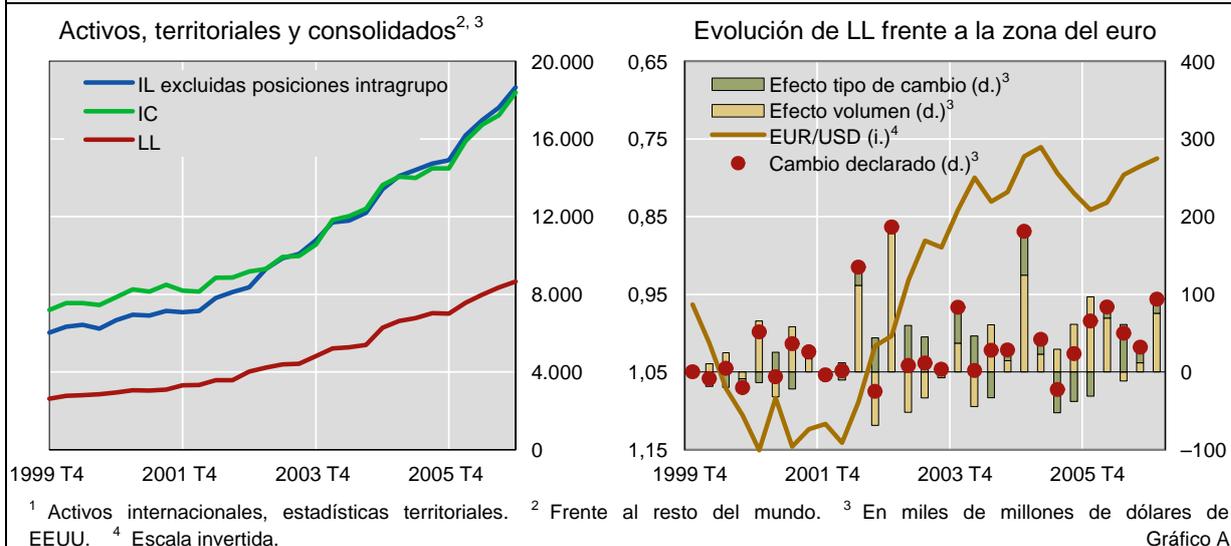
Efectos cambiarios sobre los activos bancarios consolidados

Blaise Gadanez y Karsten von Kleist

Las estadísticas bancarias consolidadas del BPI recogen los activos exteriores de los bancos declarantes frente a contrapartes ajenas al grupo en países de todo el mundo. Dichos datos se basan en la nacionalidad del banco declarante y se calculan netos de posiciones intragrupo. Los activos están denominados en varias monedas, pero a efectos de declaración se realizan las correspondientes equivalencias en dólares de Estados Unidos utilizando el tipo de cambio de final del trimestre. En algunos trimestres, las variaciones de los tipos de cambio generan cambios sustanciales en esta valoración en dólares, lo que hace difícil distinguir entre la distribución estratégica de los activos realizada por los bancos (cambios activos en el volumen) y los cambios pasivos relacionados con oscilaciones de los tipos de cambio. En este recuadro se intenta descomponer las variaciones declaradas en los activos consolidados en aquellas que obedecen a efectos de volumen y las que responden a efectos cambiarios, utilizando para ello los desgloses por moneda de las estadísticas bancarias territoriales^①.

Las estadísticas bancarias consolidadas muestran los activos exteriores (*foreign claims*) de los bancos, que son la suma de sus activos *internacionales consolidados* (IC, la línea verde en el panel izquierdo del Gráfico A) y los activos *locales en moneda local* (LL, representados en la línea roja y que han constituido aproximadamente un tercio del total de activos exteriores desde 1999^②). Los activos internacionales por su parte incluyen los activos *transfronterizos* y los activos *locales en moneda extranjera* (LE), aunque estos dos componentes no se desglosan. LE y LL corresponden a activos contabilizados a través de las oficinas de los bancos declarantes ubicadas en los países prestatarios.

Comparación entre activos IL¹ e IC; descomposición de LL frente a la zona del euro



Descomponer los LL en efectos de volumen y efectos de tipo de cambio resulta sencillo, puesto que por definición se denominan en la moneda del país frente al que se mantiene la posición. El panel derecho del Gráfico A muestra esa descomposición para los activos frente a los principales prestatarios de la zona del euro, donde mayor es el efecto de la valoración de la moneda para los LL. La descomposición se realiza de la siguiente manera. La variación en el volumen de activos denominados en una moneda concreta se calcula reconvirtiendo primero las cantidades declaradas en dólares a las monedas originales y calculando entonces la diferencia entre ambos volúmenes. Esa variación en volúmenes se vuelve a reconvertir entonces en dólares estadounidenses. La diferencia entre ese efecto de volumen y el cambio bruto en los volúmenes declarados de LL equivale al efecto cambiario, el que experimenta el volumen de activos en circulación debido a oscilaciones del tipo de cambio frente al dólar estadounidense durante el trimestre.

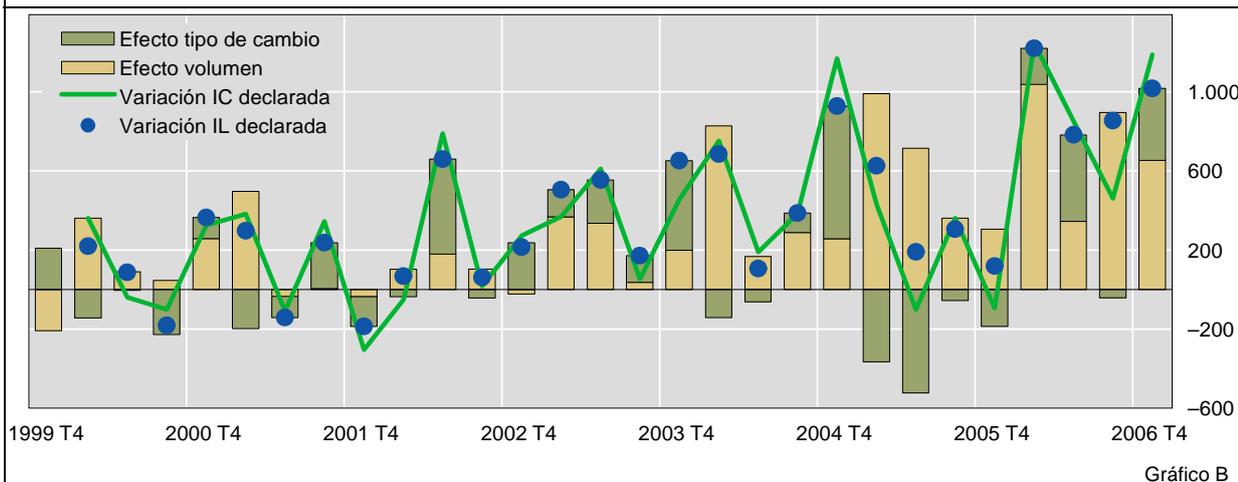
Con este método, hemos detectado que los efectos cambiarios explican hasta un tercio del total de los cambios en los volúmenes declarados de LL desde 1999. En el panel derecho del Gráfico A, se ha utilizado como ejemplo el tipo de cambio EUR/USD para ilustrar la correlación de los efectos cambiarios con la evolución del tipo de cambio[®].

En el caso de los IC, es más difícil separar los efectos de volumen y de tipo de cambio, pero las estadísticas territoriales pueden ser de ayuda a la hora de realizar una estimación. En realidad, a escala *mundial*, la cobertura (en términos de volumen total en circulación) de las estadísticas territoriales y consolidadas es similar, puesto que ambas abarcan la mayoría de los principales bancos en todo el mundo e identifican a los prestatarios por país de residencia. Así pues, los cambios relacionados con volúmenes y tipos de cambio en ambos conjuntos de datos deberían mostrar una alta correlación.

No obstante, existen tres diferencias conceptuales importantes. En primer lugar, las transacciones bancarias entre oficinas se incluyen en los datos territoriales pero no en los consolidados, puesto que estos últimos recogen los activos crediticios frente a prestatarios no pertenecientes al grupo. En segundo lugar, los LE están incluidos pero no desglosados en los IC, y sólo son identificables en las estadísticas territoriales[®]. Por último, los activos de los bancos ubicados en el extranjero frente a residentes de su propio país (por ejemplo, préstamos concedidos por bancos alemanes ubicados en otros países a residentes en Alemania) deben añadirse a los datos consolidados.

Evolución de los activos internacionales: cálculo de efectos de volumen y de tipo de cambio

En miles de millones de dólares de EEUU



Ajustando los activos por estos factores a nivel mundial observamos una fuerte relación entre ellos (véase la línea azul y verde del panel izquierdo del Gráfico A), especialmente desde 2003, cuando las Dependencias de la Corona Británica (Guernsey, Isle of Man, Jersey) se convirtieron en países independientes a efectos de declaración y otros centros extraterritoriales y economías emergentes (Bahamas, Brasil, Chile, Panamá) comenzaron a aportar datos a las estadísticas territoriales.

La estrecha correlación entre ambos conjuntos de datos permite aplicar (de forma proporcional a *nivel global*) a los cambios trimestrales de los IC (la línea verde en el Gráfico B) la descomposición en valoraciones cambiarias y volumen aplicada a los cambios en los activos internacionales declarados trimestralmente en las encuestas territoriales (IL, los puntos azules)[®]. Para cada moneda declarada, distinguimos entre efectos de volumen y efectos cambiarios. Así, por ejemplo, en el cuarto trimestre de 2006, aproximadamente el 40% del incremento de 1 billón de dólares en los IC puede atribuirse a los efectos de valoración del tipo de cambio.

El efecto cambiario fue sustancial en varios trimestres. Así, en el segundo trimestre de 2006, la apreciación de las principales monedas frente al dólar de Estados Unidos produjo un efecto de valoración cambiaria que supuso el 56% de los cambios declarados. Por supuesto, este efecto puede tanto sobrevalorar como subestimar los cambios subyacentes en la actividad de préstamo.

Durante el primer y segundo trimestre de 2005, por ejemplo, la caída del euro arrastró consigo los préstamos declarados, con lo que su volumen efectivo fue de hecho sustancialmente superior al declarado. Los efectos del tipo de cambio podrían incluso invertir el signo de las variaciones del crédito concedido, como ocurrió en el tercer trimestre de 2000.

Aunque el desglose de los cambios de IL en efectos de tipo de cambio y de volumen pueda aplicarse a los cambios en los IC a nivel *mundial*, dicho cálculo no puede aplicarse de manera directa a las principales *regiones* prestatarias. De hecho, la composición de monedas de los IL a nivel mundial no coincide con la de las diversas regiones. En concreto, Europa oriental y los países desarrollados obtienen aproximadamente la mitad de sus préstamos en euros, mientras que en Asia y América Latina predomina el dólar. Además, los IL no pueden coincidir con los IC a nivel regional porque los activos entre oficinas y los LE no pueden desglosarse a partir de los datos territoriales sobre préstamos concedidos a regiones específicas.

^① Las estadísticas territoriales (*locational*) del BPI, basadas en el país donde están domiciliados los bancos declarantes, incluyen las posiciones de los bancos frente a sus propias oficinas en el extranjero. ^② Véase P. McGuire y N. Tarashev, "The presence of foreign banks in national credit markets", *Informe Trimestral del BPI*, junio de 2005. ^③ Las 15 economías de mercado emergentes para las que los préstamos en moneda local han sido más significativos en términos absolutos son Brasil, Chile, China, Corea, Eslovaquia, Hong Kong RAE, Hungría, India, Malasia, México, Polonia, República Checa, Singapur, Tailandia y Taiwan (China). Los efectos de valoración del tipo de cambio sobre los LL han supuesto en promedio el 20% de los cambios de volumen en los últimos años. ^④ Las estadísticas territoriales distinguen entre los préstamos transfronterizos y los locales denominados en moneda extranjera, pero solamente para los países declarantes. ^⑤ En los trimestres en los que el cambio absoluto de los totales en circulación es muy pequeño, los errores relativos de esta aplicación proporcional son comparativamente grandes, pero en esos casos no tendría mucho sentido descomponer una variación absoluta pequeña en efectos de volumen y de tipo de cambio.

Europeos avanzados, Estados Unidos, economías emergentes europeas y centros extraterritoriales.

Casi el 20% de los activos exteriores de los bancos declarantes se dirigieron a economías emergentes. Los activos frente a países europeos con economías emergentes siguieron constituyendo el grueso de esos fondos. Los activos de los bancos declarantes frente a Rumania se duplicaron en el cuarto trimestre de 2006, en gran parte debido a la apertura de oficinas locales por parte de bancos de la zona del euro. El crecimiento continuado de los activos frente a residentes en América Latina vino motivado principalmente por la expansión de los activos locales en moneda local de los bancos declarantes. Tal fue el caso de Brasil, México y Venezuela, que recibieron la mayoría de esos fondos de oficinas de bancos con sede en la zona del euro. El incremento de los activos frente a residentes de la región Asia-Pacífico fue más moderado y por primera vez en tres trimestres no se produjo un crecimiento sustancial de los activos frente a residentes en Corea.

Los activos frente a Rumania se duplicaron en el cuarto trimestre

Los datos más recientes muestran cambios en los vencimientos de los activos internacionales de los bancos declarantes frente a economías emergentes asiáticas. Desde 2001, se ha venido observando una tendencia hacia una mayor proporción de los activos a corto plazo frente a estas economías, que sin embargo se detuvo de manera tentativa en el cuarto trimestre (véase el Gráfico 3). La consiguiente caída de tres puntos porcentuales de esta proporción vino motivada por la disminución de casi cuatro puntos del porcentaje de los activos a corto plazo frente a residentes en China y Corea, y de más de 10 puntos frente a Taiwan. En cambio, la proporción de los activos a corto plazo frente al conjunto de mercados emergentes a nivel mundial se ha mantenido estable ligeramente por debajo del 50% desde el año 2000.

Menor proporción de activos a corto plazo frente a economías emergentes asiáticas

Estadísticas bancarias consolidadas en términos de riesgo último

Las estadísticas bancarias consolidadas en términos de riesgo último revelan que, en el cuarto trimestre de 2006, los activos exteriores de los bancos declarantes crecieron hasta los 22 billones de dólares. Los activos transfronterizos alcanzaron los 13 billones de dólares, reduciendo con ello la participación de los activos locales en el total de activos exteriores⁶. El porcentaje de activos frente a entidades bancarias, al sector público y al sector privado no bancario no cambió sustancialmente.

Mayor porcentaje de activos frente a economías emergentes en bancos de EEUU

Los bancos declarantes con sede en economías avanzadas incrementaron ligeramente su proporción de activos exteriores frente a prestatarios de economías emergentes (en términos de riesgo último). Los bancos estadounidenses fueron los que más contribuyeron a ese incremento, al pasar su porcentaje del 28% al 30%, fundamentalmente por el aumento de su proporción de activos frente a América Latina, sobre todo México y Brasil. Los bancos suizos también elevaron su porcentaje de préstamos destinados a América Latina, mientras que los de la zona del euro lo hicieron en general frente a residentes en países europeos con economías emergentes.

Pese a que los flujos transfronterizos hacia Corea y Tailandia parecieron desacelerarse, no se produjeron cambios significativos en el crecimiento de los activos exteriores consolidados frente a estos países. Los bancos de casi todos los países desarrollados declararon tasas de crecimiento habituales en sus posiciones frente a Corea y Tailandia. Los del Reino Unido fueron la excepción, al declarar un leve descenso de sus activos frente a prestatarios últimos residentes en estos países, si bien esto podría atribuirse a los efectos cambiarios (véase Recuadro en página 6).

La proporción de los activos frente a Venezuela alcanza un máximo de dos años

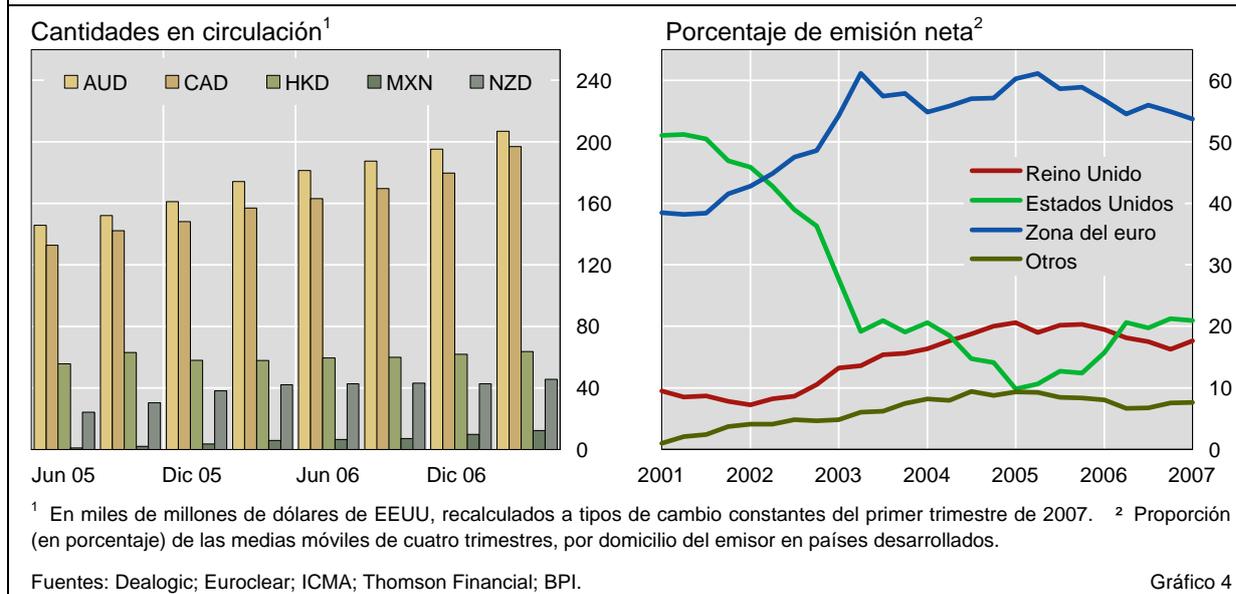
La inestabilidad política en ciertas economías emergentes no pareció afectar a la distribución geográfica de los activos exteriores de los bancos declarantes. Los activos frente a Venezuela, expresados como porcentaje de los activos frente al total de residentes en América Latina, crecieron hasta el 4%, el máximo de los dos últimos años, mientras que la proporción de sus activos frente a Ecuador se mantuvo relativamente estable durante ese mismo periodo. Los activos frente a Hungría en porcentaje del total frente a las economías emergentes europeas descendieron por octavo trimestre consecutivo, situándose por debajo del 10% en el último trimestre.

El mercado internacional de títulos de deuda

La emisión neta de bonos y pagarés se mantuvo contenida en el primer trimestre de 2007. Mientras que el total de emisión bruta llegó a los 1,7 billones de dólares tras los 1,4 billones registrados el trimestre anterior, las amortizaciones por valor de 682.000 millones de dólares redujeron la emisión neta en un 2% hasta situarla en 866.000 billones de dólares. Ésta fue la

⁶ Las estadísticas bancarias consolidadas en términos de riesgo último, que se dividen en activos transfronterizos y activos locales en todas las monedas, tienen en cuenta las transferencias de riesgo, por lo que las posiciones se reasignan al país en el que está domiciliado el deudor en última instancia.

Emisión de obligaciones internacionales



primera vez desde 2002 que la emisión neta del primer trimestre descendió respecto del trimestre anterior. El aumento de las amortizaciones reflejó fundamentalmente una mayor retirada anticipada de las obligaciones. El crecimiento anual de las amortizaciones anticipadas alcanzó el 12% en el último trimestre, muy por encima del 7% correspondiente a las amortizaciones programadas.

Las emisiones netas de bonos y pagarés denominados en dólares y yenes descendieron en 39.000 millones y 7.000 millones de dólares respectivamente, mientras que creció ligeramente en otras monedas importantes. La emisión neta en euros y libras esterlinas se incrementó en 2.000 millones y 1.000 millones de dólares respectivamente. Por otra parte, el crecimiento del volumen total en circulación en otras monedas fue significativo (véase el panel izquierdo del Gráfico 4). La emisión neta en dólares de Hong Kong se aceleró hasta alcanzar el 43% interanual, al tiempo que en dólares canadienses y pesos mexicanos llegó a máximos históricos por segundo trimestre consecutivo.

En cuanto a las economías avanzadas, la emisión por parte de residentes se frenó un tanto en la zona del euro y Estados Unidos comparada con el trimestre anterior y continuó creciendo en el Reino Unido, donde la emisión neta creció un 15% interanual tras el 11% registrado el trimestre anterior. En Estados Unidos y la zona del euro, las emisiones netas de hecho descendieron, con lo que la participación del Reino Unido en las emisiones netas procedentes de economías desarrolladas creció un 18% en el último trimestre (véase el panel derecho del Gráfico 4).

Una de las principales razones por las que la emisión neta permaneció fuerte en el Reino Unido fue la actividad de los emisores ubicados en ese país pero con sede en el extranjero. Normalmente, más de un tercio de la emisión del Reino Unido procede de empresas domiciliadas en otro país, un volumen mucho más alto que en el caso de Estados Unidos. Durante el primer

Descenso de las emisiones en dólares de EE.UU. y yenes...

... en contraste con la intensa emisión neta del Reino Unido

trimestre, esas emisiones desde del Reino Unido crecieron a la tasa más rápida de los últimos seis trimestres y, como suele ser el caso, estuvieron en gran medida a cargo de entidades financieras.

La banca pública de las economías emergentes impulsa la emisión de deuda

En las economías emergentes, los bancos fueron los emisores más activos en el mercado internacional de bonos y pagarés. Con el particular impulso de la banca pública, la emisión neta del sector bancario en estas economías se situó más de un 20% por encima de su anterior máximo. En cambio, la emisión neta de bonos por parte de empresas en estas economías descendió casi 7.000 millones de dólares pese a la tendencia estacional al alza del primer trimestre. Los 6.000 millones de dólares de emisión neta por el sector público de las economías emergentes supusieron un ligero avance respecto a los 5.000 millones del trimestre anterior, aunque el crecimiento interanual permaneció muy por debajo de cero.

Repunte de la emisión en la India

Algunas economías emergentes de Asia y Europa se mostraron mucho más activas que en el pasado en el mercado internacional de títulos de deuda. La emisión neta de 5.000 millones de dólares registrada en la India en el primer trimestre prácticamente duplicó su anterior máximo trimestral, mientras que los 4.000 millones de Rusia contribuyeron al crecimiento interanual de la emisión del 60%. El crecimiento de la deuda en circulación en Turquía también fue intenso por segundo trimestre consecutivo, alcanzando los 4.000 millones de dólares, de los que aproximadamente la mitad consistió en deuda denominada en dólares con garantía del Estado.

Los mercados de derivados

Derivados negociados en bolsa

La actividad en los mercados internacionales de derivados se aceleró durante el *primer trimestre de 2007*. La contratación combinada de los derivados sobre tasas de interés, divisas e índices bursátiles creció un 24%, situándose en 533 billones de dólares en el periodo de enero a marzo, tras el descenso del 7% del trimestre anterior⁷. La actividad fue intensa en todas las categorías a excepción de las materias primas, que se estancó debido a que el incremento de la actividad con derivados de productos energéticos (23%) y metales preciosos (32%) se vio contrarrestado por el menor volumen de negociación con productos sobre materias primas agrícolas (-20%).

Las ventas generalizadas impulsan la contratación de derivados sobre índices bursátiles y tipos de cambio

La rápida contratación durante el periodo de turbulencias vivido por los mercados internacionales a finales de febrero y marzo impulsó el crecimiento de los contratos sobre acciones y tipos de cambio. La negociación con opciones y futuros sobre índices bursátiles creció un 33% en el primer trimestre hasta los 60 billones de dólares, la cifra más alta jamás registrada. En cuanto a los derivados de tipos de cambio, su contratación creció un 26% hasta los 6 billones de dólares. Los mayores incrementos fueron los de divisas típicamente asociadas con operaciones de *carry trade* (véase más adelante un análisis más detallado de los derivados extrabursátiles en este contexto). Por

⁷ Todas las tasas de crecimiento de esta sección sobre derivados bursátiles hacen referencia a incrementos trimestrales, salvo que se especifique lo contrario.

ejemplo, en marzo el volumen de operaciones con contratos sobre el dólar neocelandés se duplicó con creces y en el caso del dólar australiano aumentó un 85%. También se registró un rápido repunte de actividad en las monedas de financiación de los *carry trades*, yenes y francos suizos, con unos incrementos del 62% y el 42% respectivamente. Para el conjunto de las monedas, la contratación en marzo fue un 37% mayor que en febrero.

La contratación de derivados negociables en bolsa sobre tasas de interés creció un 22%, ligeramente por encima del incremento estacional anticipado⁸. La actividad fue intensa a lo largo de toda la curva y para todas las divisas, particularmente para los derivados denominados en coronas suecas (100%) y libras esterlinas (58%). En Suecia, las previsiones del Riksbank publicadas en febrero respecto a la singladura futura de las tasas oficiales sorprendieron al mercado, ya que los operadores habían anticipado subidas más rápidas de lo previsto por la autoridad monetaria. Esto produjo un repunte en la contratación de derivados a corto plazo sobre las tasas de interés de la corona durante ese mes. De manera similar, la negociación de este tipo de derivados sobre la libra esterlina aumentó drásticamente tras la subida de las tasas de interés por parte del Banco de Inglaterra a principios de enero, lo que tampoco se había anticipado de manera generalizada.

Crecimiento más moderado de los derivados de tasas de interés

Derivados extrabursátiles

El crecimiento en el segmento de derivados extrabursátiles (OTC) volvió a situarse más en línea con la media a largo plazo de la segunda mitad de 2006. Las cantidades nominales se incrementaron un 12% para alcanzar los 415 billones de dólares a finales de diciembre, tras un aumento del 24% en la primera mitad del año⁹. El crecimiento continuó siendo contundente en el segmento crediticio, pero descendió a tasas de entre el 5% y el 11% en otras categorías de riesgo. Los valores brutos de mercado, que miden el coste de sustitución de todos los contratos existentes y por tanto informan mejor que las cantidades nominales sobre la magnitud del riesgo en un momento dado, permanecieron sorprendentemente estables en 10 billones de dólares al final de diciembre de 2006. Esta cantidad se reduciría a 2 billones si se tuvieran en cuenta los acuerdos de compensación de saldos en cuenta.

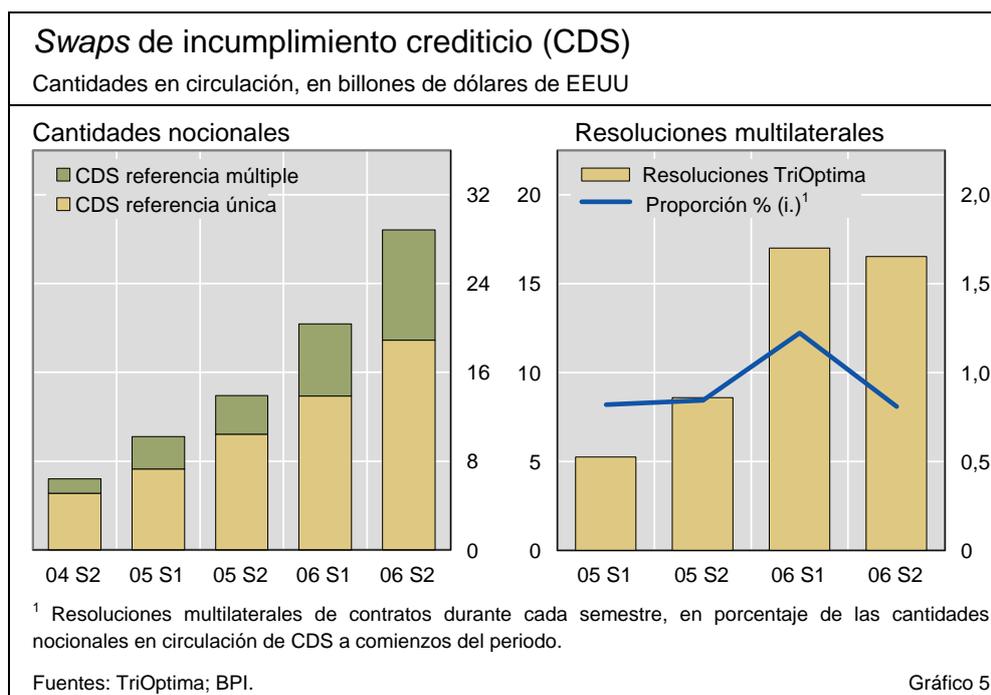
El mercado de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) continuó su rápida expansión durante la segunda mitad de 2006; su tasa de crecimiento del 42% tan sólo fue ligeramente inferior al 46% registrado en la primera mitad del año (véase el Gráfico 5). Con un volumen acumulado entre julio y diciembre de 1,7 billones de dólares¹⁰, las resoluciones multilaterales de los contratos de CDS se acercaron al volumen alcanzado en la primera mitad del

Rápido crecimiento de posiciones con CDS

⁸ Véase el *BIS Quarterly Review*, marzo de 2006, págs. 45–6.

⁹ Las tasas de crecimiento de los derivados extrabursátiles hacen referencia a cambios a lo largo de un periodo de seis meses.

¹⁰ Datos proporcionados por TriOptima. Los volúmenes de resolución de contratos entre operadores de países declarantes al BPI se han dividido por dos para evitar la doble contabilización.



año y recortaron en aproximadamente un 8% la tasa de crecimiento de este mercado.

El desglose por monedas de los derivados extrabursátiles de tipos de cambio proporciona argumentos discordantes sobre la expansión de las operaciones de *carry trade* durante el periodo analizado¹¹. Las cantidades nacionales de contratos sobre el yen apenas variaron, lo que indica que los *carry trade* no impulsaron significativamente la actividad en ese segmento del mercado. Sin embargo, las posiciones en francos suizos, consideradas en general como la segunda moneda de financiación de estas estrategias tras el yen, crecieron un 10% superando así el ritmo del mercado en su conjunto. En lo que respecta a las potenciales monedas objetivo de *carry trades*, los volúmenes en circulación de contratos sobre la libra esterlina aumentaron un 17%, lo que en parte podría deberse a dichas operaciones. Sin embargo, deben hacerse importantes salvedades al utilizar la encuesta semestral del BPI para hacer un seguimiento de la actividad de *carry trade*. En primer lugar, la escasa frecuencia con que se recaban los datos y el grueso desglose de los instrumentos dificultan la distinción de *carry trade* de otras operaciones realizadas por motivos distintos. En segundo lugar, los datos no son tan completos para divisas de países no pertenecientes al G-10 como el dólar australiano, ya que los bancos locales no forman parte del universo de la encuesta. Además, parte de la actividad en divisas no pertenecientes a países del G-10 podría estar recogida bajo el epígrafe «otras monedas», dado que los intermediarios declarantes no tienen que identificar las posiciones en dichas monedas.

La concentración en el mercado de derivados OTC parece haberse incrementado desde que comenzara a confeccionarse la encuesta en 1998, si

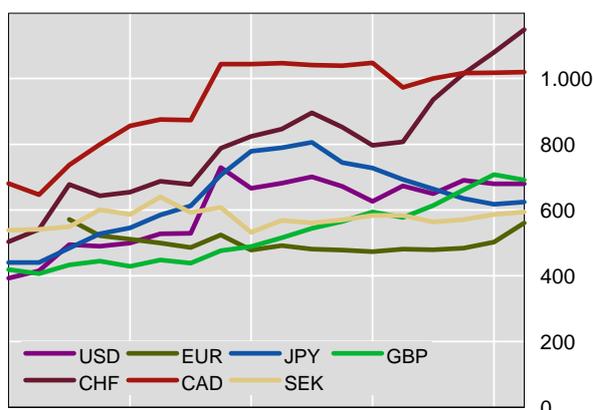
Indicios discordantes sobre el incremento de la actividad con *carry trades*

Concentración baja pero creciente

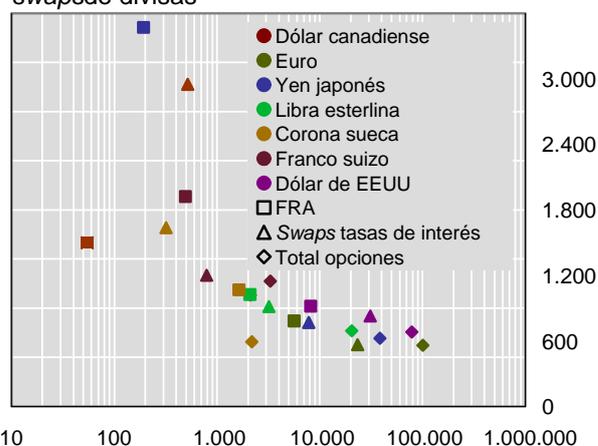
¹¹ Véase el *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2007, págs. 9–11.

Índices Herfindahl

Swaps de tasas de interés



Contratos a plazo sobre divisas, swaps y swaps de divisas¹



¹ Eje de abscisas: cantidades notacionales, escala logarítmica.

Fuente: BPI.

Gráfico 6

bien permanece baja en promedio (véase el Gráfico 6). Los índices Herfindahl (HI) para derivados de tasas de cambio y de interés en las principales monedas se sitúan en un intervalo de 400 a 700, es decir, por debajo del nivel que la mayoría de los economistas considerarían indicativo de la existencia de un oligopolio. Por ejemplo, un HI de 500 correspondería a un mercado con 13 empresas dominantes, suponiendo que el resto de intermediarios declarantes se repartieran por igual el 20% restante del mercado. Un mercado con nueve empresas dominantes de idéntico tamaño y con una cuota de mercado conjunta del 80% tendría un HI algo superior a 700. Dicho esto, aunque el promedio de concentración tiende a ser por lo general bajo, es bastante alto en mercados más pequeños. Por ejemplo, el HI de los contratos a plazo sobre tasas de interés (FRAs) para el yen pasó de menos de 2.000 en la primera mitad de la década a casi 3.500, lo que correspondería a un mercado con tres empresas con cuotas de mercado idénticas que controlan el 100% del mercado. No obstante, no todos los mercados pequeños muestran un grado tan alto de concentración. Por ejemplo, los HI para *swaps* de tasas de interés en coronas suecas son los segundos más bajos del segmento de *swaps* por detrás tan sólo del euro, y están muy por debajo de los de los *swaps* en dólares canadienses o francos suizos, cuyos mercados tienen un tamaño comparable.