

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. Los datos más recientes sobre los mercados internacionales de títulos de deuda y los derivados negociados en bolsa corresponden al tercer trimestre de 2007 y por tanto cubren el turbulento periodo que han atravesado los mercados financieros recientemente. La sección sobre los derivados extrabursátiles (OTC) corresponde al primer semestre de 2007 y la relativa a los mercados bancarios internacionales al segundo trimestre.

El mercado internacional de títulos de deuda

La emisión neta de bonos y pagarés, menos de la mitad que en el trimestre anterior

El endeudamiento a través de los mercados internacionales de títulos de deuda experimentó una marcada contracción durante el periodo de agitación que sacudió los mercados financieros en el tercer trimestre de 2007. La emisión neta de bonos y pagarés por valor de 396.000 millones de dólares supuso menos de la mitad de la registrada en el trimestre anterior. El crecimiento interanual fue negativo (-4%) por primera vez en dos años y se situó muy por debajo tanto del registrado en el trimestre anterior (18%) como de la media desde 2003 (7%).

El estancamiento se hizo patente en los títulos denominados en varias monedas, aunque no en todas (véase el panel derecho del Gráfico 1). Los 90.000 millones de dólares correspondientes a nuevas emisiones de bonos y pagarés denominados en euros supusieron una disminución del 9% (comparada con el 17% de reducción el trimestre anterior), mientras que los segmentos en dólares y libras esterlinas cayeron hasta el 0% y 2% respectivamente, desde al 17% y 14% del trimestre anterior. En cambio, la emisión neta de bonos y pagarés denominados en yenes, tal vez como reflejo de la relativa estabilidad de los mercados monetarios japoneses, no parece haber acusado demasiado la inestabilidad que caracterizó el trimestre; de

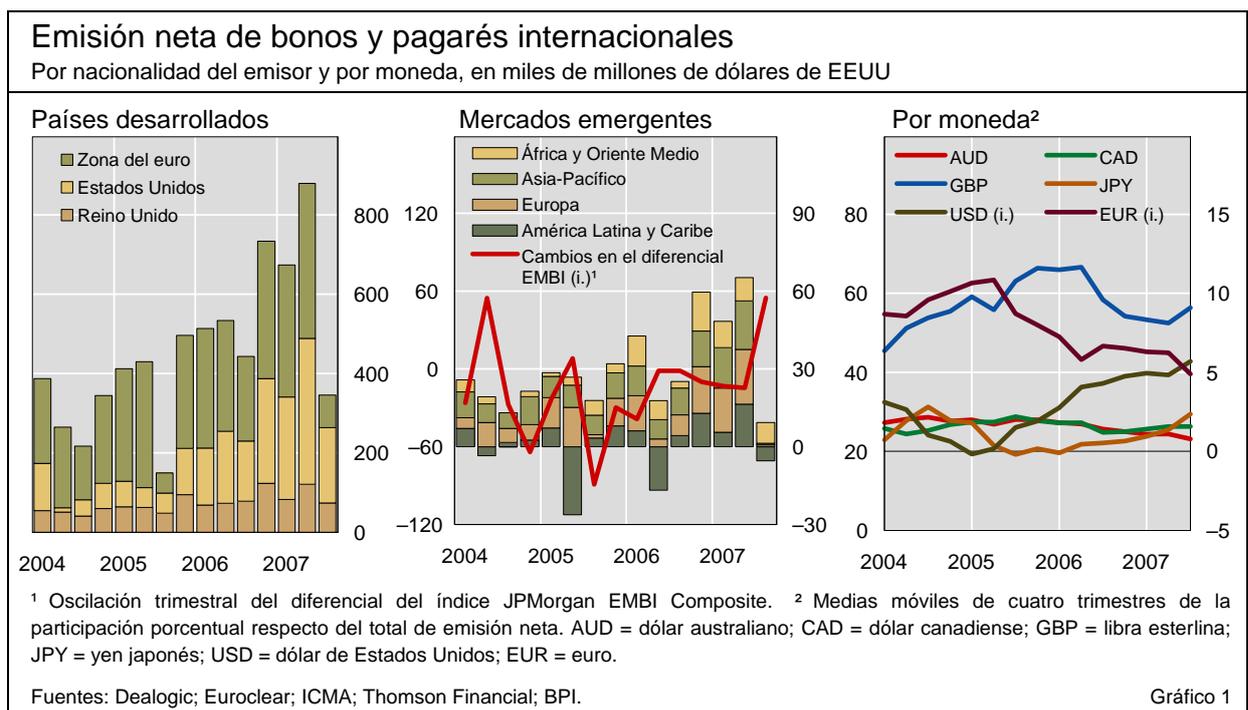
¹ Cualquier consulta sobre las estadísticas de títulos de deuda internacionales y de derivados debe dirigirse a Christian Upper, y sobre las estadísticas bancarias a Goetz von Meter.

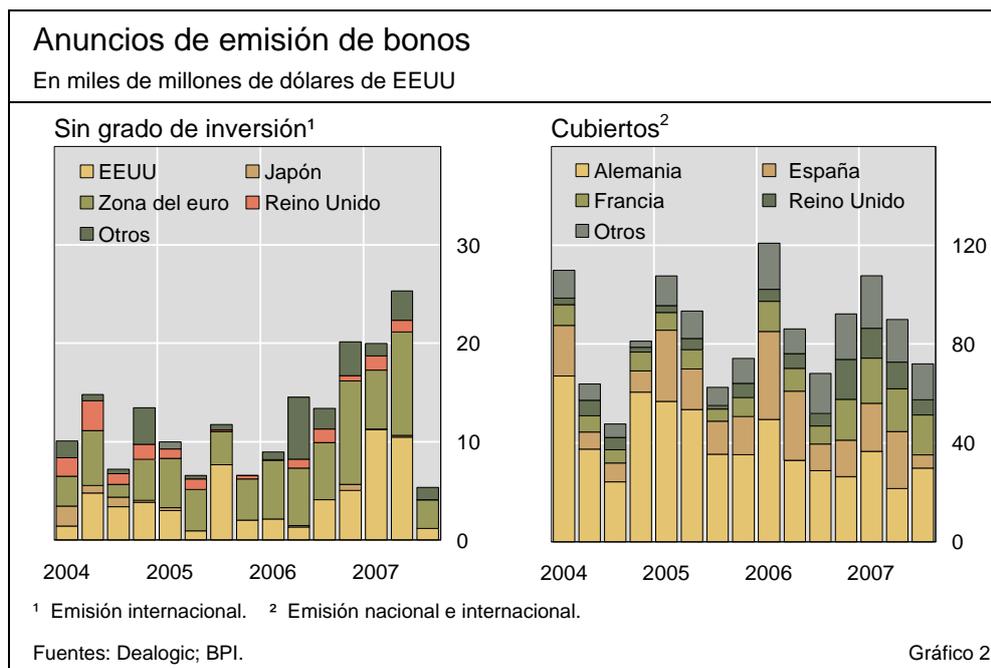
hecho, el crecimiento interanual en este segmento se mantuvo elevado a un nivel del 30% y el endeudamiento neto en yenes por valor de 18.000 millones de dólares supuso casi un 4% de la emisión total, el mayor porcentaje alcanzado por el yen en tres años.

La contracción del endeudamiento en euros fue reflejo de la escasa emisión en la zona del euro, en especial por parte de residentes en Francia y Alemania (véase el panel izquierdo del Gráfico 1). Los bonos y pagarés emitidos por prestatarios de la zona del euro apenas representaron 82.000 millones de dólares, en contraste con los 392.000 millones del trimestre anterior. Por primera vez desde la década de los 80, la emisión neta alemana fue negativa (-20.000 millones de dólares, mientras que Francia, con 10.000 millones de dólares), se situó claramente por debajo de la media de 34.000 millones de dólares de los cinco años precedentes. En ambos casos, la caída de la emisión se debió al menor endeudamiento del sector financiero, en particular la banca privada.

Fuerte reducción del endeudamiento en euros

En Estados Unidos, el Reino Unido y Australia, pese a no haberse dado una disminución tan marcada, la emisión también fue menor que en el trimestre anterior. El endeudamiento registrado en Estados Unidos se situó en torno a los 190.000 millones de dólares, lo que supuso un crecimiento interanual del 4%, muy por debajo del 22% del trimestre anterior. Por su parte los 74.000 millones de dólares correspondientes a títulos de deuda internacional emitidos por residentes británicos supuso el primer crecimiento interanual negativo desde 2004. En cuanto a los 11.000 millones atribuibles a residentes australianos, en su mayoría correspondientes a emisiones por parte de instituciones financieras, representaron una disminución interanual del 3% (en contraste con el incremento del 13% durante el trimestre anterior), situándose muy por debajo de los 20.000 millones de dólares en cada uno de los tres trimestres anteriores.





El endeudamiento en los mercados emergentes se desacelera...

En los mercados emergentes, la emisión de bonos y pagarés descendió incluso más significativamente que en las economías avanzadas, coincidiendo con una ampliación significativa de sus diferenciales (véase el panel central del Gráfico 1). La caída de los niveles de endeudamiento en las economías emergentes de Europa y Asia fue particularmente acusada. En el primer caso, la emisión de nuevos títulos fue un 75% inferior a la del trimestre anterior, cayendo la tasa de crecimiento interanual hasta el -7%. En cuanto a la emisión neta de las economías emergentes de Asia-Pacífico, sólo alcanzó los 1.000 millones de dólares, la más baja desde el tercer trimestre de 2001.

... al igual que la emisión de deuda sin grado de inversión

Este descenso de las emisiones en las economías emergentes podría ser reflejo de una menor predisposición al riesgo por parte de la comunidad inversora en general. Si se examina la emisión neta del tercer trimestre en función de la calidad crediticia de los títulos de deuda internacionales, la desaceleración más pronunciada corresponde a los bonos sin grado de inversión (véase el panel izquierdo del Gráfico 2), que tras crecer a una media del 11% interanual durante los dos años precedentes, se redujo en el último trimestre hasta casi un quinto del nivel del anterior, situándose su crecimiento interanual en el -10%. En Estados Unidos, este tipo de títulos experimentó un acusado descenso, pasando de 10.000 a 1.000 millones de dólares en apenas un trimestre, mientras en la zona del euro se redujo de 11.000 a 3.000 millones de dólares.

En este contexto, incluso el endeudamiento en algunos de los segmentos con mayor calificación se vio afectado por la inestabilidad de los mercados de deuda. Por ejemplo, en la segunda mitad del trimestre se produjo una marcada desaceleración de la emisión de bonos cubiertos, es decir, títulos emitidos por instituciones financieras que cuentan con el respaldo de créditos hipotecarios y créditos al sector público, y que suelen considerarse prácticamente exentos de riesgo crediticio (véase el panel derecho del Gráfico 2). La nueva emisión de

este tipo de bonos en septiembre, por valor de 27.000 millones de dólares, marcó el nivel más bajo registrado en dicho mes desde 2004. En España en concreto, la emisión se desaceleró más que en otros países: los 5.000 millones de nueva emisión arrastraron el crecimiento anual al -8%, convirtiéndose así en el periodo con más lento crecimiento desde el tercer trimestre de 2003.

En cuanto a la situación por sectores, el endeudamiento del sector privado no financiero fue el que menos ímpetu perdió, al mantenerse su crecimiento interanual prácticamente a cero. Entre las emisiones que atrajeron mayor demanda cabe destacar la anunciada el 13 de agosto por la empresa estadounidense Johnson & Johnson: una emisión a cinco años con calificación AAA que se vendió a un diferencial de 62 puntos básicos respecto del título de referencia y cuyo nivel de suscripción llevó a incrementar la oferta inicial en 100 millones de dólares. Incluso otras empresas con calificación inferior vendieron bonos a los diferenciales habituales: el 20 de agosto Comcast anunció una emisión de bonos a diez años con calificación BBB+ que se vendieron a un diferencial de 170 puntos básicos, apenas 10 puntos básicos por encima del diferencial habitual para este tipo de bonos.

Mercados de derivados

Derivados negociados en bolsa

La agitación de los mercados financieros provocó un récord histórico de operaciones en los mercados internacionales de derivados. La actividad fue particularmente intensa en los contratos sobre tasas de interés a corto plazo, cuyo volumen de operaciones se incrementó en 31% en el tercer trimestre². También se registró un importante crecimiento de los contratos sobre índices bursátiles (19%) y sobre divisas (18%). En cambio, la actividad en el segmento sobre deuda pública creció más moderadamente (8%). El volumen combinando de operaciones con derivados cotizados sobre tasas de interés, divisas e índices bursátiles creció un 27% hasta los 681 billones de dólares en el periodo de julio a septiembre, tras haber permanecido estable en el trimestre anterior. La tasa de crecimiento interanual se aceleró hasta el 46%, desde el 11% del trimestre anterior.

El drástico aumento de la actividad en el segmento de opciones y futuros sobre tasas de interés a corto plazo contrasta con el descenso registrado en otros segmentos del mercado monetario. Aunque el volumen de operaciones con derivados del mercado monetario se incrementó para diversas divisas, la subida más pronunciada correspondió a los contratos sobre tasas de interés en libras esterlinas (47%) y en euros (43%), seguidos por el dólar estadounidense (28%). La contratación sobre esas tres monedas se disparó coincidiendo con un aumento del diferencial en agosto entre las tasas interbancarias a tres meses y las pagadas por *swaps* de tasas de interés a un

Incremento de la negociación de opciones y futuros...

... especialmente en contratos del mercado monetario

² Todas las tasas de crecimiento mencionadas en esta sección hacen referencia a incrementos intertrimestrales salvo que se especifique lo contrario.

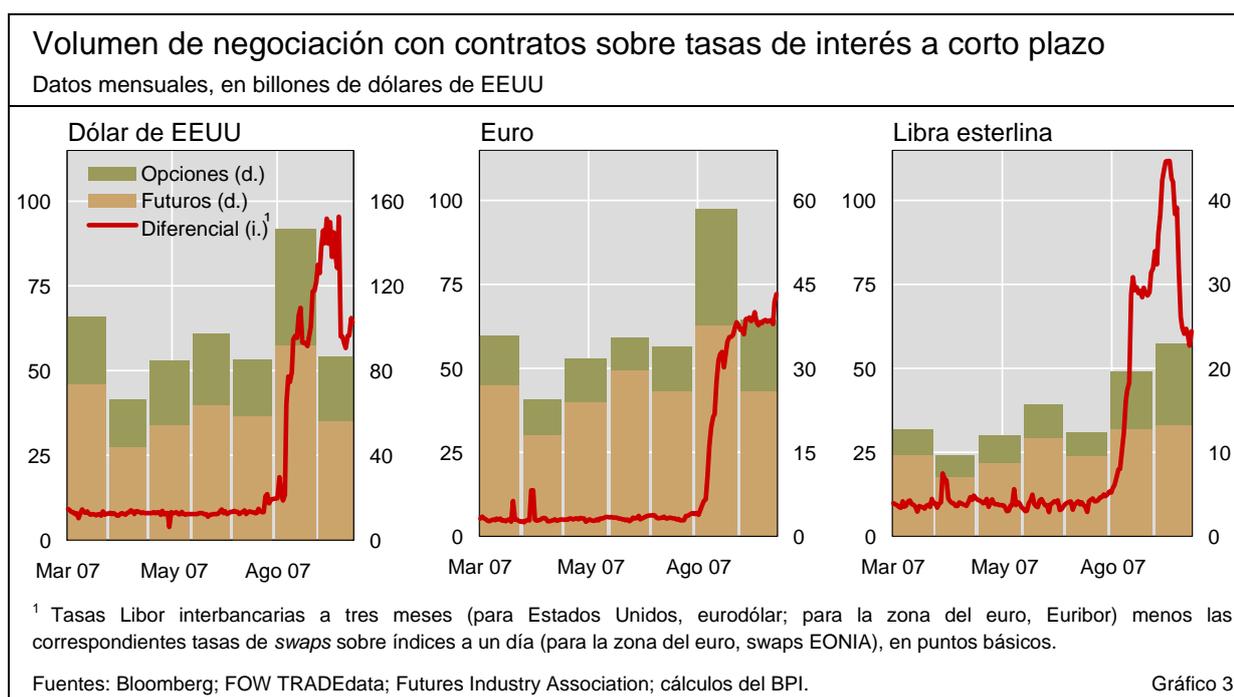
día —una medida de la presión existente sobre el mercado monetario— (véase el Gráfico 3). En septiembre se redujo la actividad con derivados en dólares y euros, pero siguió subiendo la correspondiente a libras esterlinas. De hecho, ya se habían observado repuntes similares de la contratación de derivados del mercado monetario negociados en bolsa durante episodios anteriores de tensión en los mercados. Por ejemplo, la contratación de opciones y futuros sobre el eurodólar ascendió de manera vertiginosa en un 241% entre agosto y septiembre de 1998, cuando estuvo a punto de desplomarse un importante *hedge fund*, circunstancia que provocó serias perturbaciones en los mercados.

Posibles causas

No obstante, no están claros los canales específicos por los que la inestabilidad financiera animó el volumen de operaciones, si bien un factor importante en agosto probablemente fueron las necesidades de cobertura de los bancos, que se vieron obligados a recurrir al mercado a un día para obtener financiación al agotarse la liquidez de los segmentos a más largo plazo del mercado monetario. Así parece indicarlo el hecho de que la contratación de derivados sobre fondos federales se incrementara en agosto, (158% intermensual) en mayor medida que la de contratos sobre tasas eurodólar a tres meses (65%). También es posible que los participantes en el mercado desviaran parte de su actividad desde el mercado al contado o el de derivados extrabursátiles hacia los mercados organizados, bien debido a una percepción de menor riesgo de contraparte al existir una entidad de contrapartida central, o bien por la mayor transparencia de mercado.

Fuerte negociación en contratos sobre el yen

Las perturbaciones en los mercados financieros internacionales también dejaron huella en el segmento sobre divisas, donde la contratación se incrementó en un 18% hasta alcanzar los 6 billones de dólares en el tercer trimestre. Ese incremento se debió fundamentalmente al dramático incremento de los volúmenes de contratación sobre el yen (55%) y el franco suizo (24%). Por más que esto sea consistente con una aparente tendencia generalizada al



cierre de operaciones de *carry trade* en el periodo de agosto a septiembre, no se registró un incremento de actividad similar en ninguna de las principales monedas objetivo de estas estrategias. Por ejemplo, el volumen de contratación sobre el dólar australiano creció en un 17%, sobre la libra esterlina un 12%, sobre el real brasileño un 9% y un 3% sobre el dólar neozelandés³.

El repunte de la actividad en los mercados bursátiles chinos impulsó la contratación en el segmento sobre materias primas durante el tercer trimestre. La contratación global de derivados sobre materias primas, medida por el número de contratos negociados (las cantidades nominales no se encuentran disponibles), creció un 26% gracias a la rápida expansión del segmento de materias primas agrícolas (53%). Las operaciones con derivados sobre metales preciosos se incrementaron en un 10% mientras que el número de contratos sobre metales no preciosos y derivados energéticos permaneció prácticamente estable. En lo que a productos agrícolas respecta, la mayor actividad se debió casi en exclusiva a la intensificación de las operaciones en los mercados bursátiles chinos, donde los contratos suelen hacer referencia a cantidades físicas mucho menores que las del mercado de Chicago (véase *Informe Trimestral del BPI*, “Aspectos más destacados”, marzo 2007, p. 7)

Alto nivel de actividad en los mercados sobre materias primas

Derivados extrabursátiles (OTC)

El BPI publicó en noviembre sus últimas estadísticas sobre las posiciones en el mercado extrabursátil (OTC) mundial de derivados, que incluyen los resultados de la segunda parte de su Encuesta Trienal entre bancos centrales sobre la actividad en los mercados de divisas y de derivados, así como las estadísticas semestrales sobre derivados OTC⁴. Ambas encuestas utilizan el mismo formato pero difieren en su cobertura. La encuesta trienal es más completa y abarca instrumentos no incluidos en la semestral, en particular sobre derivados crediticios distintos de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS). Además, mientras que la encuesta semestral recaba los datos agregados de los principales intermediarios de los países del G-10 y Suiza, la trienal cubre 47 jurisdicciones.

Encuesta trienal y estadísticas semestrales sobre derivados OTC

Las posiciones en el mercado OTC de derivados han crecido a muy buen ritmo desde que se confeccionara la última encuesta trienal en 2004. El total de las cantidades nominales en circulación correspondientes a esos instrumentos alcanzó 516 billones de dólares a finales de junio de 2007, un 135% por encima del nivel registrado en la encuesta de 2004 (véase Gráfico 4). Esta evolución se corresponde con una tasa compuesta anualizada de crecimiento del 33%, superior al incremento anual medio (25% aproximadamente) desde que el BPI comenzara a estudiar los derivados OTC

Evolución desde la última encuesta trienal de 2004

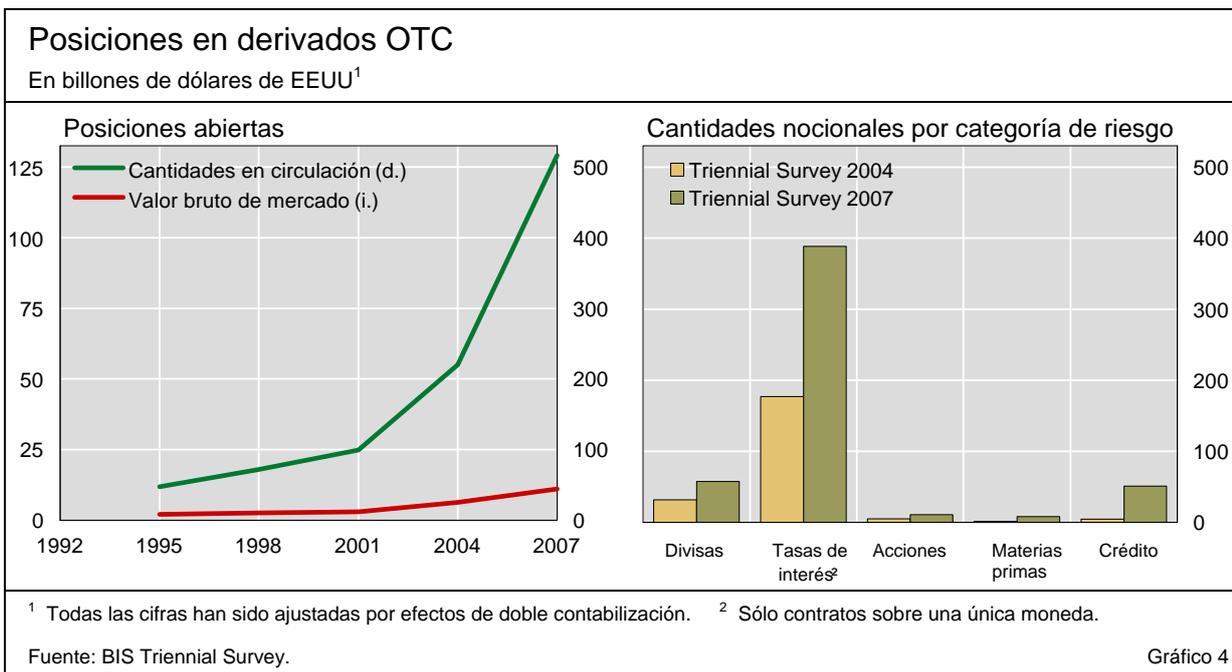
³ Para saber cómo evaluar la magnitud de las posiciones de *carry trade* a partir de los datos disponibles, véase G.Galati et al, “Indicadores de actividad de *carry trade*”, *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2007.

⁴ Para saber más sobre la metodología de las dos encuestas, véase November 2007 Statistical Release, disponible en www.bis.org/publ/otc_hy0711.htm.

en 1995⁵. Las cantidades nominales en circulación proporcionan información útil respecto a la estructura del mercado OTC de derivados, aunque no deben interpretarse como una medida del riesgo de dichas posiciones. Los valores brutos de mercado, que representan el coste de sustitución de todos los contratos abiertos a los precios de mercado, han aumentado en un 74% desde 2004, situándose en 11 billones de dólares a finales de junio de 2007.

Aunque el crecimiento se ha acelerado en todas las principales categorías de riesgo durante los últimos tres años, la tasa más alta ha correspondido al segmento crediticio. Las posiciones en derivados crediticios alcanzaron los 51 billones de dólares a finales de junio de 2007, mientras que en la encuesta de 2004 no llegaban a los 5 billones. Los CDS son sin duda el instrumento dominante en esta categoría, con un 88% de las posiciones en este segmento.

La encuesta trienal proporciona un punto de referencia muy útil para evaluar la cobertura de los datos semestrales. Según éstos últimos, 55 de los intermediarios encuestados acaparan el 88% de las posiciones en el mercado, lo que deja constancia de que los derivados extrabursátiles por lo general se ejecutan entre un gran banco o casa de valores y un cliente⁶. La cobertura más baja de la encuesta semestral corresponde a los segmentos sobre acciones y divisas, en los que los declarantes habituales representan aproximadamente el 85% del total de posiciones. En el caso de los CDS, se consigue una cobertura mucho mayor (94%).



⁵ La encuesta de 1995 sólo cubría mercados OTC de derivados sobre divisas y sobre tasas de interés. Sin embargo, otros datos apuntan a que las posiciones en otras categorías de riesgo eran entonces relativamente pequeñas, por lo que probablemente también lo sería el sesgo de la cobertura incompleta.

⁶ Por supuesto, no se está teniendo en cuenta la posibilidad de que se celebren contratos entre instituciones que no participan en la encuesta trienal. Las conversaciones mantenidas con varios participantes del mercado sugieren que es muy probable que dichas posiciones sean extremadamente pequeñas en relación con las que se incluyen en ambas encuestas.

Recuadro 1: actividad en los mercados de derivados OTC

En esta sección se analiza el volumen de negociación con derivados extrabursátiles (OTC) en abril de 2007, a partir de los datos de la Encuesta Trienal del BPI entre bancos centrales sobre la actividad en los mercados de divisas y de derivados (<http://www.bis.org/triennial.htm>). Más adelante en este informe se analiza en mayor profundidad la contratación en los mercados de divisas.

El volumen de negociación en el mercado de derivados OTC siguió creciendo a buen ritmo entre 2004 y 2007. La contratación diaria de derivados de tasas de interés y derivados no tradicionales de divisas alcanzaron en promedio los 2,09 billones de dólares en abril de 2007, un 71% más que tres años antes (véase el cuadro inferior). Esta evolución corresponde a una tasa compuesta de crecimiento anual del 20%, acorde al crecimiento registrado desde que comenzara a realizarse la Encuesta Trienal en 1995.

El avance fue especialmente intenso en el segmento de contratos sobre divisas, donde la actividad diaria de *swaps* entre divisas y de opciones sobre divisas creció en promedio un 108% hasta alcanzar los 292.000 millones de dólares en abril de 2007, superando así el crecimiento de instrumentos más «tradicionales» como los *swaps* al contado, a plazo o de divisas (71%). Aunque las opciones continuaron siendo el instrumento no tradicional sobre divisas más negociado en el mercado no organizado, con casi tres cuartas partes del volumen total, los instrumentos que más crecieron (279%) fueron los *swaps* entre divisas, cuya negociación alcanzó los 80.000 millones de dólares. Este crecimiento se explicaría en parte por las operaciones de cobertura de bonos en moneda extranjera. En abril de 2007 se produjo una elevada emisión de bonos denominados en dólares por parte de no residentes, algunos de los cuales podrían haber cubierto sus obligaciones en el mercado de *swaps*.

Más moderado resultó el crecimiento en el segmento sobre tasas de interés, con un aumento medio de la negociación del 65% hasta superar 1,68 billones de dólares. El euro siguió siendo la moneda que lideró este segmento, aunque el dólar estrechó distancias. En el periodo analizado, el 39% de la actividad se realizó con contratos denominados en euros, mientras que el dólar representó el 32%. Sin embargo, el porcentaje combinado de ambas monedas se ha reducido en casi 10 puntos porcentuales desde la encuesta de 2004, al haber crecido más la negociación en otros mercados. Así por ejemplo, la contratación diaria de derivados de tasas de interés denominados en libras esterlinas ha crecido en promedio un 91%, frente al 42% y el 53% del euro y el dólar respectivamente. Por su parte, el volumen de negociación con contratos en yenes casi se ha triplicado, lo que sitúa la actividad con la moneda japonesa por encima del 8%, desde el 4,5% de hace tres años. En cierta medida, este rápido crecimiento del mercado en yenes supone una remontada, ya que durante años la actividad en este segmento se ha visto lastrada por tasas de interés bajas y estables.

Negociación global en el mercado de derivados OTC, por tipo de instrumento¹

Negociación diaria media en abril, en miles de millones de dólares de EEUU

Instrumento	1998	2001	2004	2007
A. Sobre divisas	97	67	140	291
<i>Swaps</i> entre divisas	10	7	21	80
Opciones	87	60	117	212
Otros	0	0	2	0
B. Sobre tasas de interés²	265	489	1.025	1.686
FRAs	74	129	233	258
<i>Swaps</i>	155	331	621	1.210
Opciones	36	29	171	215
Otros	0	0	0	1
C. Brecha estimada en la declaración	13	19	55	113
D. Total	375	575	1.220	2.090

¹ Cifras ajustadas por doble contabilización local y transfronteriza. ² Incluye sólo contratos sobre una única moneda.

Evolución en la primera mitad de 2007

Desde la perspectiva de las estadísticas semestrales sobre derivados, el incremento de las cantidades de derivados OTC en circulación se aceleró en la primera mitad de 2007, antes de las perturbaciones que afectaron a los mercados en agosto y los meses siguientes. Las cantidades nominales en circulación de todos los tipos de contratos OTC aumentaron un 25% entre enero y junio, tras una subida del 12% en el segundo semestre de 2006. Además, el ritmo de crecimiento se aceleró en todas las categorías de riesgo, a excepción tal vez de las materias primas⁷, aunque de nuevo el crecimiento de los CDS (49%) superó al del resto de categorías.

El mercado bancario internacional

Estadísticas bancarias territoriales

La actividad bancaria vuelve a moderarse

Tras crecer de forma ostensible durante el primer trimestre, la actividad bancaria internacional volvió a moderarse durante el *segundo trimestre de 2007*. Los activos transfronterizos aumentaron en 1,3 billones de dólares hasta alcanzar los 30 billones, lo que supuso un incremento del 22% respecto al nivel un año antes. Al continuar el crecimiento sostenido de las posiciones acreedoras frente a entidades no bancarias (a un 23% interanual), la moderación se debió enteramente a la desaceleración del crecimiento de la actividad intrabancaria. La participación del dólar estadounidense en la expansión fue del 47%, seguida por el euro (30%) y el yen (10%). Los activos denominados en francos suizos y libras esterlinas permanecieron prácticamente constantes tras un excepcional aumento de la actividad en libras esterlinas durante el trimestre anterior.

Los préstamos al sector privado no bancario continúan creciendo

El crédito a entidades no bancarias continuó creciendo de manera rotunda. Los activos transfronterizos frente a ellas se incrementaron en 594.000 millones de dólares, en línea con los aumentos de los dos trimestres anteriores (23% interanual). La mayor parte del crédito se concedió en forma de préstamos, por lo que la participación de los títulos de deuda en el total de activos no bancarios en circulación cayó por debajo del 38% (desde el 43% de finales de 2005). Durante el último trimestre, los principales destinos del crédito fueron Estados Unidos (177.000 millones de dólares), la zona del euro (132.000 millones de dólares) y las economías emergentes (106.000 millones de dólares).

Nuevo récord de crédito bancario a economías emergentes...

Las economías emergentes recibieron una cantidad sin precedentes de crédito bancario. Los activos bancarios frente a ellas aumentaron en 201.000 millones de dólares (muy por encima del récord anterior correspondiente al primer trimestre de 2007), mientras que los depósitos realizados en los bancos declarantes al BPI cayeron por debajo de los 100.000 millones de dólares por primera vez en un año. En consecuencia, las economías emergentes recibieron flujos bancarios netos por valor de 104.000 millones de dólares, la

⁷ Es probable que la elevada tasa de crecimiento de los contratos sobre materias primas en la segunda mitad de 2006 se debiera a revisiones sustanciales de las cantidades en circulación a finales de ese año.

Recuadro 2: la evolución de la composición de las tenencias oficiales de dólares estadounidenses

Robert N McCauley

La creación de China Investment Corporation con el fin de invertir parte de las reservas de divisas de China ha puesto de relieve la importancia de la elección de activos por los inversionistas oficiales. En esta sección se analiza la reciente evolución de la inversión oficial en instrumentos denominados en dólares estadounidenses. Si comparamos la composición de las tenencias de dólares identificadas a mediados de 2006 con la de dos años antes, se observan diversas tendencias duraderas: mayor preferencia por el largo plazo y abandono progresivo de los títulos del Tesoro estadounidense en favor de los valores de agencias semipúblicas y, en menor medida, de títulos de deuda corporativa[®]. Al mismo tiempo, las tenencias oficiales de acciones en Estados Unidos no han crecido demasiado. La búsqueda de mayores rendimientos por los inversionistas oficiales, con la correspondiente aceptación de más riesgo, continúa siendo un proceso gradual circunscrito hasta ahora a títulos de renta fija, al menos en lo referente a sus tenencias en dólares.

El desplazamiento de la inversión oficial hacia vencimientos más prolongados, que comenzó con el auge global de los bonos en los años 80, ha proseguido en la presente década. A mediados de 2004, el 60,6% de las tenencias oficiales identificadas correspondía a títulos de largo plazo, y dos años después la proporción ascendía al 69,0%. Dado que los gestores de reservas oficiales suelen comprar títulos cupón con vencimiento residual inferior a un año, agregar las tenencias por vencimiento original puede llevar a sobrevalorar la preferencia por plazos más largos. No obstante, incluso medidas en términos de vencimiento residual, las tenencias oficiales de títulos a largo plazo pasó del 51,7% al 58,9% en ese mismo periodo.

Al margen de esta preferencia por plazos más largos, la proporción que representan los títulos del Tesoro se redujo en favor de los valores de agencia y, en menor medida, de la deuda corporativa. Los valores del Tesoro pasaron de representar el 52,3% del total de reservas identificadas al 46,9%. Si se incluyeran las tenencias no identificadas de valores a largo plazo en dólares en el extranjero, dicha proporción probablemente sería inferior al 40%, pudiendo llegar incluso a un tercio. En cambio, las tenencias oficiales de valores de agencia a largo plazo se duplicaron con creces en el plazo de dos años, creciendo del 9,6% al 15,8% en proporción a la cartera identificada, mientras las tenencias de bonos corporativos pasaron del 2% al 3%. Esta última cifra incluye 30.000 millones de dólares en bonos de titulización de activos (ABS) mantenidos a mediados de 2006, entre los que se contaban también títulos respaldados por préstamos hipotecarios que no cumplían los estándares de las agencias hipotecarias con respaldo gubernamental.

Desde mediados de 2006, se ha acelerado el abandono de los títulos del Tesoro en favor de los valores de agencia, como sugieren las cifras mensuales sobre flujos, aunque puedan subestimar las compras oficiales recogidas posteriormente en las encuestas. Las compras acumuladas de títulos del Tesoro estadounidense con cupón durante agosto de 2007 alcanzaron los 35.000 millones de dólares, mientras que las de valores de agencia (ajustadas por la amortización de capital estimada para ABS de agencia) llegaron hasta los 125.000 millones de dólares. Durante la agitación que recorrió los mercados ese mes, las ventas oficiales declaradas de títulos del Tesoro con cupón alcanzaron los 30.000 millones de dólares, incluso mientras las compras oficiales de títulos de agencia seguían en terreno positivo (2.000 millones de dólares). Las compras acumuladas de títulos de deuda corporativos también pueden haberse acercado a las de títulos del Tesoro.

Teniendo en cuenta el interés que se ha prestado a un posible cambio en la composición de las reservas oficiales de divisas en favor de los títulos de renta variable, sorprenden el ligero incremento observado en las tenencias oficiales de títulos accionariales de Estados Unidos. Aunque su proporción ha pasado del 6% al 7%, este aumento podría obedecer simplemente a la apreciación de las cotizaciones. Las compras acumuladas de títulos de renta variable declaradas por entidades oficiales desde mediados de 2006 prácticamente han sido nulas.

En cualquier caso, hay que reconocer las limitaciones de estos datos. En primer lugar, estas cifras combinan los datos recabados por la Reserva Federal y el Tesoro de Estados Unidos por un lado, con los del BPI sobre depósitos oficiales en dólares de Estados Unidos mantenidos en el extranjero por el otro. Ninguno de estos dos sistemas logra recoger todas las reservas oficiales.

Además, como se mencionó antes, tampoco abarcan los bonos de largo plazo depositados en el extranjero por inversionistas oficiales, incluidas numerosas emisiones de elevada calificación por parte de entidades no estadounidenses que suelen preferir este tipo de inversionistas. Por último, la definición de "oficial" por parte del Tesoro estadounidense incluye diversas sociedades de inversión estatales (*sovereign wealth funds*) no incluidas en las estadísticas del FMI sobre reservas, por lo que ambas magnitudes no son estrictamente comparables.

No obstante, los datos recogen suficientes tenencias oficiales de dólares a nivel mundial como para poder servir de base a numerosas observaciones. Esta mayor preferencia por los títulos a más largo plazo queda patente pese a las limitaciones antes mencionadas, pudiendo ser incluso más obvia si se incluyeran también los títulos a largo plazo en dólares mantenidos fuera de Estados Unidos. Lo mismo cabe decir del progresivo abandono de los títulos del Tesoro de Estados Unidos en favor de valores de agencias y de empresas. Por último, los datos sobre reservas oficiales identificadas de acciones estadounidenses aún no demuestran un marcado incremento de la preferencia de los inversionistas oficiales por las ganancias accionariales o por el riesgo.

Composición de las tenencias oficiales de dólares estadounidenses

En miles de millones de dólares de EEUU y en porcentaje

	Corto plazo	Largo plazo ¹	Total	Corto plazo	Largo plazo ¹	Total
	Final junio 2004			Final junio 2006		
Títulos del Tesoro	249	923	1.172	188	1.213	1.401
Otros activos	635	434	1.069	803	846	1.649
<i>Repos y depósitos en EEUU</i>	141			195		
Efectos comerciales y certificados de depósito en EEUU	93			125		
Depósitos en el extranjero	401	37		483	62	
Títulos de agencia		216			473	
Bonos corporativos		47			96	
Posiciones accionariales		134			215	
Total	884 (39,4)	1.357 (60,6)	2.241 (100)	991 (32,5)	2.059 (67,5)	3.050 (100)
<i>Pro memoria: proporción de los títulos del Tesoro en activos identificados de igual vencimiento</i>	28,2	68,0	52,3	19,7	59,4	45,9
<i>Total reservas en USD declaradas al FMI</i>			1.643			1.999

¹ Definido en base al vencimiento original. En base al vencimiento residual, la proporción era de 51,7% a finales de 2004 y de 59,6% a finales de junio de 2006.

Fuentes: las cifras para bonos del Tesoro de EEUU, de agencia y corporativos proceden de: Tesoro de Estados Unidos, Banco de la Reserva Federal de Nueva York y Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal: *Report on foreign portfolio holdings of US securities as of June 30, 2004* (2006) y *at end-June 2006* (mayo 2007). Las cifras correspondientes a depósitos y valores del mercado monetario en EEUU proceden de: BEA, *International Transactions*, Cuadro 4 (o *US Treasury Bulletin*, Cuadros CM-1-2 y IFS-2). Las cifras sobre depósitos en dólares de EEUU en el extranjero proceden de *BIS Quarterly Review* (Table 5C), NEDD de Japón para junio de 2004 y 2006 y el *Informe Anual del BPI*. La definición de institución oficial por parte del Tesoro de EEUU, que incluye "fondos de inversión nacionales con respaldo gubernamental" (página 10), puede ser más amplia que las que utilizan el BPI y el FMI. Datos FMI de COFER.

mitad de los cuales se destinó a economías emergentes europeas. África y Oriente Medio también atrajeron flujos por la cantidad récord de 32.000 millones, ya que esta vez las entradas no se vieron anuladas por las salidas en forma de depósitos. América Latina fue la única región donde los depósitos realizados en el exterior (28.000 millones de dólares) superaron a las entradas, dando como resultado una salida neta de 4.000 millones de dólares.

Las entradas netas en los países emergentes de Asia (22.000 millones de dólares) obedecieron al crecimiento tanto de las entradas como de las salidas

de capital (73.000 y 50.000 millones de dólares respectivamente). China atrajo por sí sola 17.000 millones de dólares en forma de activos netos y sus depósitos apenas experimentaron variaciones. Los residentes en Corea recibieron 16.000 millones de dólares, en parte al reducir sus depósitos internacionales en 5.000 millones. El crecimiento de las posiciones acreedoras frente a Corea se moderó un tanto, situándose en un 40% interanual (por debajo del 63% del trimestre anterior) como resultado de los esfuerzos del Gobierno coreano para mantener bajo control la acumulación por parte de bancos extranjeros de activos frente a sus filiales coreanas.

Algunos bancos centrales de economías emergentes respondieron a los fuertes flujos de entrada incrementando sus reservas. En la primera mitad de 2007, las autoridades monetarias depositaron 161.000 millones de dólares en los bancos declarantes al BPI, lo que supuso un incremento del 14% de sus tenencias en bancos. A diferencia de lo ocurrido en el primer trimestre del año, en el segundo los nuevos depósitos se realizaron casi exclusivamente en dólares estadounidenses, incrementando con ello la participación de esa moneda del 53% al 55%. Aun así, el dólar sigue representando menos del 65% en el total de reservas oficiales de divisas⁸ (véase en el Recuadro 2 un análisis general sobre el papel de los depósitos extraterritoriales en la gestión de las reservas oficiales de divisas).

Los préstamos bancarios transfronterizos a economías emergentes europeas se han acelerado considerablemente durante los últimos cinco años (véase el Gráfico 5). Los activos totales de los bancos declarantes al BPI frente a la región se sitúan en 727.000 millones de dólares y muestran un crecimiento interanual del 39%⁹. La mayor parte de los activos en circulación se han dirigido a Rusia y Turquía, las dos economías más grandes. Sin embargo, y dado que la región también es la destinataria de gran cantidad de depósitos internacionales, los activos *netos* de los bancos son considerablemente inferiores (189.000 millones de dólares). La mayor parte de esa diferencia se debe a depósitos realizados por Rusia (258.000 millones de dólares).

... con rápido crecimiento de préstamos a economías europeas emergentes

En esta región existe gran diversidad debido a una amplia gama de factores específicos a cada país, si bien pueden hacerse algunas observaciones generales a nivel subregional¹⁰. Los países de Europa central

⁸ Los datos del FMI sobre reservas oficiales de divisas (COFER) muestran un total de reservas con identificación de divisas de 3,65 billones de dólares, de los que 2,37 billones corresponden a dólares estadounidenses (datos preliminares para el segundo trimestre de 2007). Los pasivos con desglose de divisas de los bancos declarantes al BPI frente a instituciones monetarias oficiales ascienden a 1,3 billones de dólares, de los que 714.000 millones se denominan en dólares y 381.000 millones en euros.

⁹ Esta cifra se basa en los activos bancarios transfronterizos declarados frente a países de Europa oriental, incluidas Rusia, Turquía y Eslovenia. (Si se excluyen esos países, el total de activos se sitúa en 464.000 millones de dólares). El total de activos *exteriores* (*foreign claims*) frente a la región es mayor aún (más de 1,17 billones de dólares según las estadísticas bancarias consolidadas del BPI) al incluir éstos los activos *locales* de los bancos extranjeros. En la región en su conjunto hay gran presencia de bancos de propiedad extranjera.

¹⁰ Chipre y Malta deberían considerarse por separado dado su papel de facilidades bancarias para reexpedición.

(véase el panel izquierdo del Gráfico 5) mantienen más deuda frente a bancos internacionales que los del sudeste europeo, en parte por su mayor trayectoria de profundización financiera. En cambio, los Estados Bálticos y los países del sudeste europeo son los que más rápido han atraído el crédito extranjero, aunque partiendo de una base menor (véanse los paneles centrales del Gráfico 5), en concreto del 40% al 100% anual a finales de junio de 2007. En este sentido, entre los factores a destacar se encuentran la reciente adhesión de Bulgaria y Rumania a la UE, la estabilidad de tipos de cambio gracias a las cajas de conversión (*currency boards*) en los Estados Bálticos y Bulgaria y, en ciertos casos, emigraciones temporales que resultan en una entrada de remesas.

Estadísticas bancarias consolidadas

Expansión alentada por bancos de Alemania, Francia y EEUU

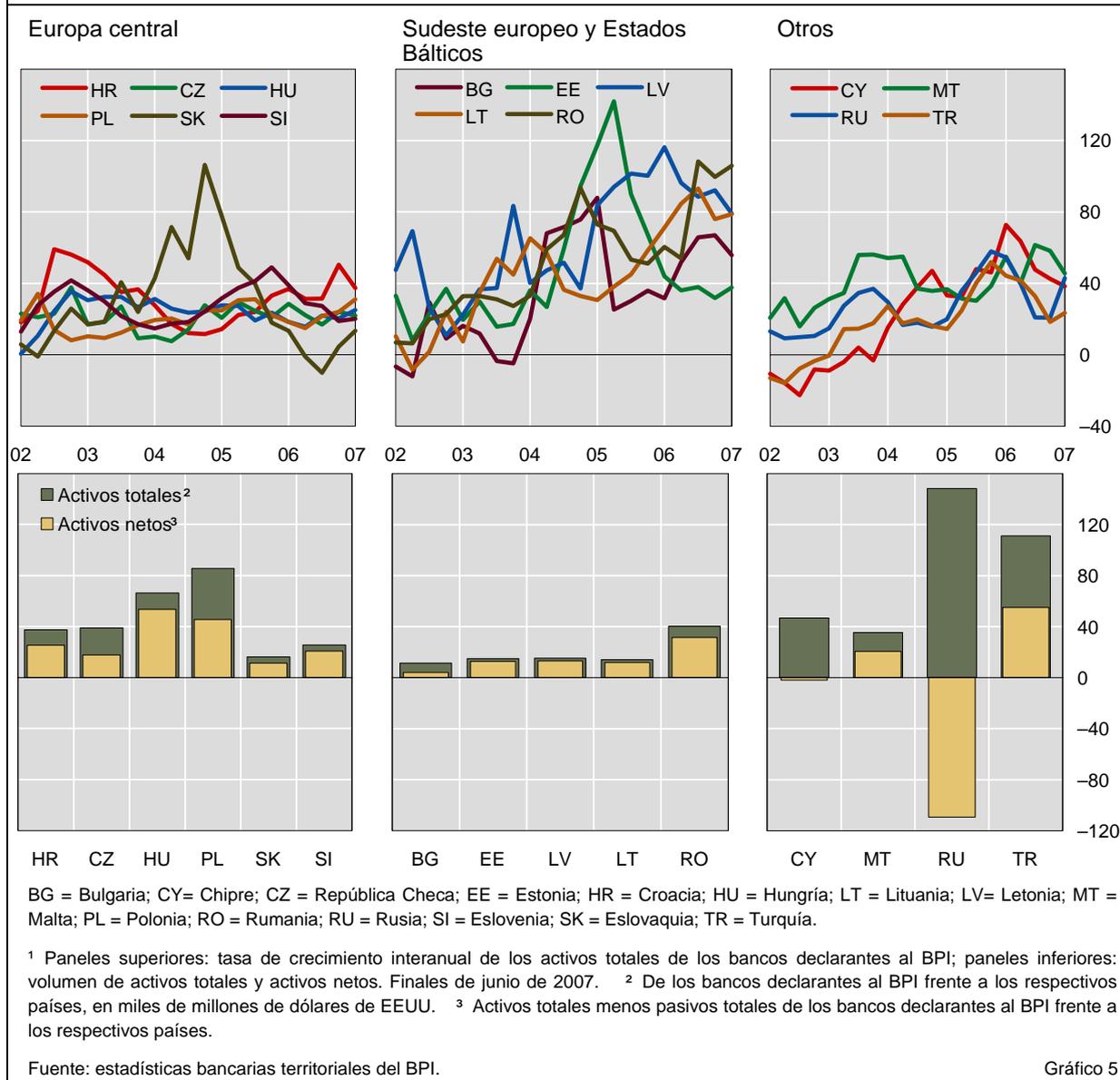
Las estadísticas bancarias consolidadas, que se compilan en base a la nacionalidad del banco declarante y donde se compensan las posiciones netas intragrupo, muestran un aumento generalizado de los activos exteriores durante el *segundo trimestre de 2007* hasta alcanzar 31 billones de dólares en base al prestatario inmediato (IB) y los 26 billones de dólares en base al riesgo último (UR)¹¹. Gran parte de la expansión (IB) correspondió a bancos con sede en Alemania (21%), Francia (18%) y Estados Unidos (16%), contribuyendo cada uno con más de 200.000 millones de dólares al total de nuevos activos, seguidos por bancos con sede en Japón (7,7%) y los Países Bajos (6,5%). En cuanto a los créditos contingentes (en base UR), los compromisos crediticios continuaron incrementándose a una tasa anual del 32% hasta los 4,7 billones de dólares en circulación. No obstante, los pasivos contingentes aventajaron a los activos contingentes: las garantías crecieron a una tasa anualizada del 77% hasta situarse en 5,7 billones de dólares y fueron suscritas principalmente por bancos estadounidenses, suizos, franceses y británicos.

La exposición creciente a mercados emergentes...

Los grandes flujos dirigidos a economías emergentes que recogen las estadísticas territoriales tienen su reflejo en un aumento sustancial de los activos exteriores consolidados frente a las mismas, que aumentaron en más de 300.000 millones de dólares, recibiendo Europa y Asia un tercio cada una, América Latina un 22%, y África y Oriente Medio un 12% (IB). La participación de las economías emergentes en las carteras de los bancos declarantes se incrementó, en un solo trimestre, del 11,2% al 11,8% (IB) y del 11% al 12,5% (UR). En 2004, esa participación se situaba en el 9,6% (IB). De los 24 países que declaran los activos exteriores de sus bancos en base al riesgo último, los de Reino Unido acumularon 507.000 millones de dólares y los estadounidenses 454.000 millones, seguidos de los bancos franceses, españoles, alemanes, austriacos, holandeses y suizos, cada uno de ellos con posiciones en torno a los 200.000–300.000 millones de dólares. En términos de participación en la cartera de activos exteriores, destacaron las posiciones

¹¹ Las estadísticas consolidadas en base al riesgo último, a diferencia de las estadísticas en base al prestatario inmediato, incluyen transferencias netas de riesgo relacionadas con garantías y colateral. Además, mientras que datos en base IB proceden de bancos de 30 países e incluyen las posiciones de bancos extranjeros residentes, los datos en base UR se obtienen de bancos de 24 países.

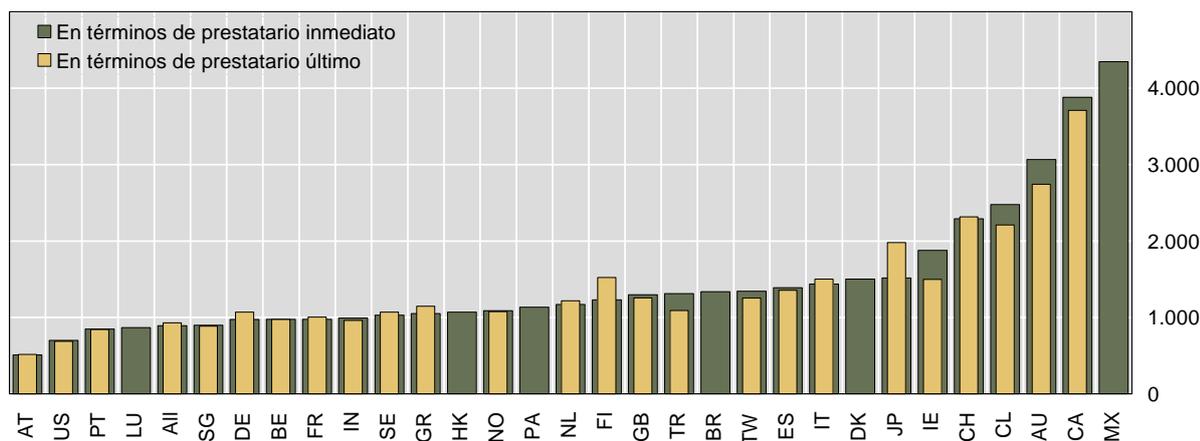
Crédito a países europeos emergentes¹



frente a economías emergentes de los bancos griegos (71%) y austriacos (49%), mientras que los bancos con sede en países emergentes mantuvieron una posición exterior relativamente baja frente a otras economías emergentes (12,5% IB y 14,7% UR)¹².

¹² Entre las economías emergentes que declaran estadísticas bancarias consolidadas se encuentran Chile, India, Taiwan (China) y Turquía (todas ellas IB y UR), así como México y Brasil (ambas IB).

Concentración de cartera para distintos países¹



¹ Para los bancos de cada nacionalidad, la cartera aquí estudiada abarca todos sus activos exteriores, a finales de junio de 2007. Las carteras se expresan en términos de activos exteriores frente a cada país en porcentaje del valor de todos los activos exteriores de la cartera. La concentración de cartera se mide entonces mediante el índice Herfindahl como la suma de los porcentajes de las carteras al cuadrado.

All = Todos los países declarantes; AT = Austria; AU = Australia; BE = Bélgica; BR = Brasil; CA = Canadá; CH = Suiza; CL = Chile; DE = Alemania; DK = Dinamarca; ES = España; FI = Finlandia; FR = Francia; GB = Reino Unido; GR = Grecia; HK = Hong Kong RAE; IE = Irlanda; IN = India; IT = Italia; JP = Japón; LU = Luxemburgo; MX = México; NL = Países Bajos; NO = Noruega; PA = Panamá; PT = Portugal; SE = Suecia; SG = Singapur; TR = Turquía; TW = Taiwan (China); US = Estados Unidos. Seis países (Brasil, Dinamarca, Hong Kong RAE, Luxemburgo, México y Panamá) no proporcionan datos bancarios consolidados en base al riesgo último.

Fuente: estadísticas bancarias internacionales consolidadas.

Gráfico 6

... apenas contribuye a la concentración de cartera

Sin embargo, asignar una parte importante de la cartera a economías emergentes no implica necesariamente que exista una gran concentración respecto a un país en particular. El Gráfico 6 muestra el grado de concentración de cartera para bancos de 30 países¹³ y en él puede apreciarse que los bancos griegos y austriacos presentan una concentración bastante baja frente a cada país, lo que indica una exposición diversificada frente a economías emergentes. Algo parecido ocurre con los bancos que poseen las mayores carteras internacionales, en particular los alemanes, británicos, franceses, holandeses, japoneses y estadounidenses, que muestran una tendencia a la concentración moderada, a excepción de los bancos suizos. La mayor concentración en las carteras de los bancos internacionales se produce cuando el país limítrofe es importante: los bancos mexicanos y canadienses concentran el 61% y 65% de sus respectivas carteras en entidades estadounidenses, mientras que el 47% de la cartera combinada de los bancos australianos corresponde a entidades neozelandesas.

¹³ Esta medida solo incluye la concentración de los activos atribuibles a un país concreto en términos de valor y no tiene en cuenta el riesgo ni las calificaciones.