

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, los últimos datos disponibles corresponden al cuarto trimestre de 2007, mientras que para los mercados internacionales de títulos de deuda y de derivados negociados en bolsa se utilizan los datos del primer trimestre de 2008, y para los derivados extrabursátiles los del segundo semestre de 2007.

El mercado bancario internacional

La actividad en el mercado bancario internacional continuó su expansión durante el cuarto trimestre de 2007 a pesar de las tensiones constantes en el mercado interbancario. Una parte significativa de ese aumento se debió a nuevos créditos concedidos a los mercados emergentes. Además se produjeron importantes cambios en los pasivos de los bancos declarantes frente a mercados emergentes clave, pues mientras algunos bancos centrales reducían sus reservas en bancos comerciales, los países exportadores de petróleo de Oriente Medio depositaron sumas récord en bancos extranjeros, como también hizo el sector bancario de China. La evolución de la actividad bancaria internacional en las economías avanzadas y de los datos relativos a la convulsión que se vive en los mercados financieros se analiza en detalle en el artículo monográfico de la página 31 de la versión inglesa. A continuación se ofrece una perspectiva general de la evolución de las posiciones de los bancos declarantes al BPI frente a las economías emergentes durante la segunda mitad de 2007.

Los bancos canalizan el crédito hacia las economías emergentes

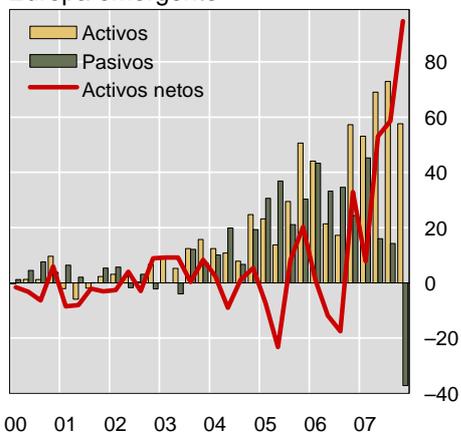
El crédito hacia las economías de mercado emergentes creció en el cuarto trimestre de 2007, con una expansión récord de los activos de los bancos declarantes frente a prestatarios de Asia-Pacífico y África y Oriente Medio

¹ Cualquier consulta sobre las estadísticas bancarias debe dirigirse a Patrick McGuire y Goetz von Peter, y sobre las estadísticas de títulos internacionales de deuda y derivados a Naohiko Baba.

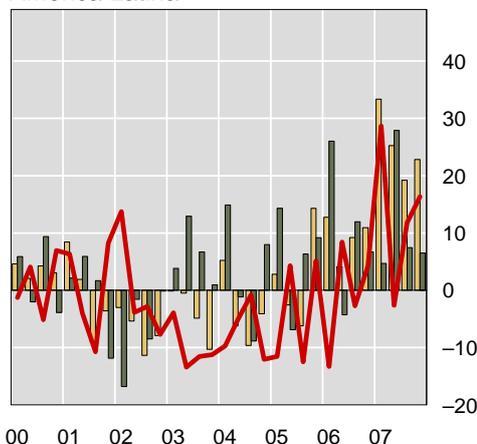
Flujos bancarios a mercados emergentes¹

En miles de millones de dólares de EEUU

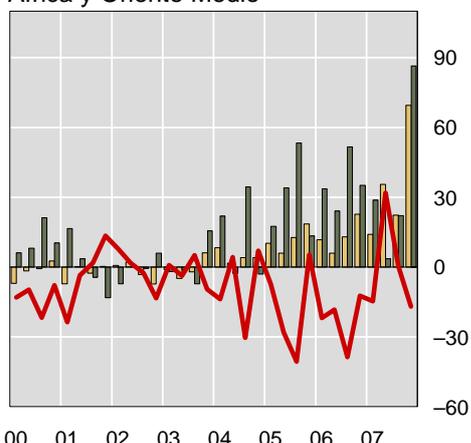
Europa emergente



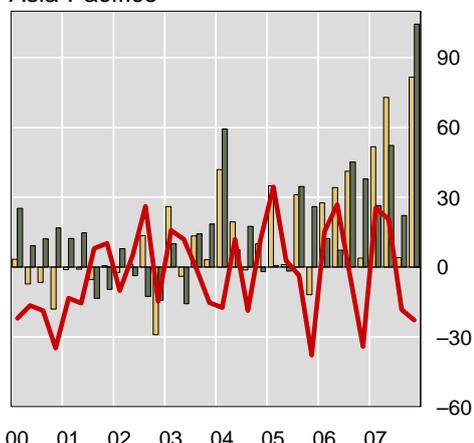
América Latina



África y Oriente Medio



Asia-Pacífico



¹ Variación trimestral, ajustada por el tipo de cambio, de las posiciones de los bancos declarantes al BPI frente a mercados emergentes, agregada por regiones (en los títulos de los paneles). Los activos netos son activos menos pasivos.

Fuente: estadísticas bancarias territoriales del BPI.

Gráfico 1

(véase el Gráfico 1). El total de activos contabilizados por los bancos declarantes creció 1,2 billones de dólares (un 21% interanual), siendo ésta la quinta ocasión consecutiva en que la expansión trimestral iguala o supera el billón de dólares. Los activos frente a economías emergentes, que alcanzaron 232.000 millones de dólares, representaron una proporción relativamente grande, con el 20% de la expansión total, alcanzando así los activos totales frente a estos prestatarios los 2,6 billones de dólares, o un 7% del total (frente al 6% en el trimestre anterior y el 5% a principios de 2005).

Países exportadores de petróleo

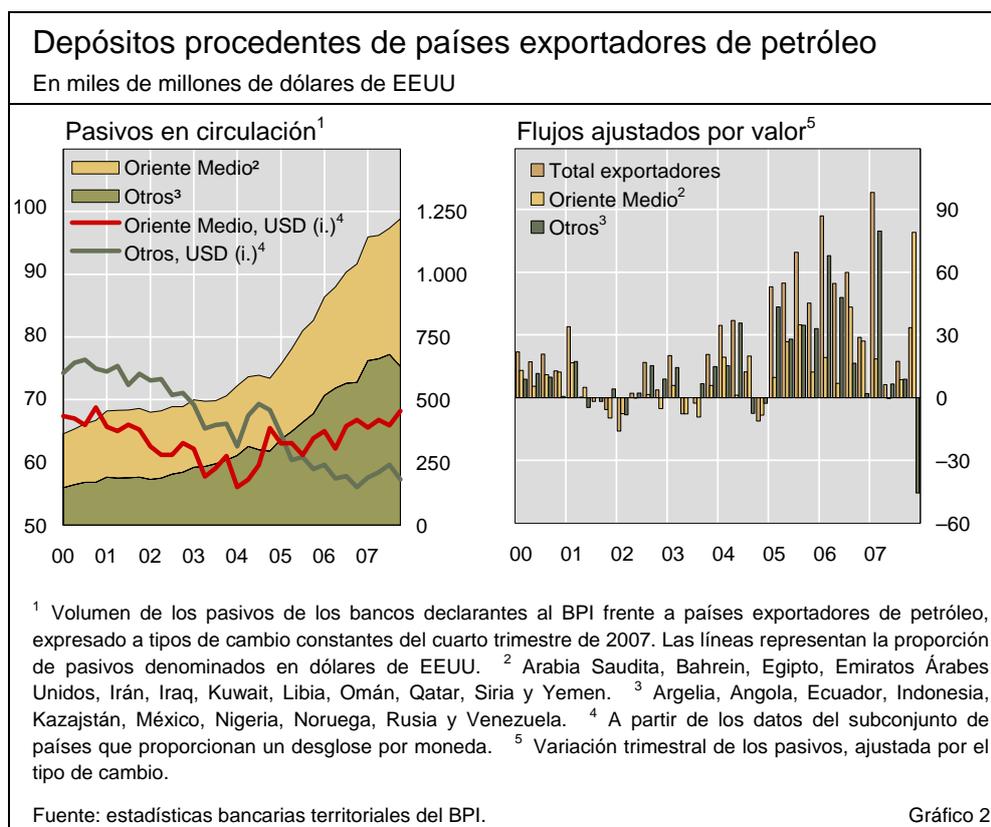
El crédito concedido a prestatarios de África y Oriente Medio aumentó vigorosamente en el cuarto trimestre de 2007 (véase el panel inferior izquierdo del Gráfico 1). El total de activos transfronterizos se incrementó en 70.000 millones de dólares, el mayor crecimiento trimestral registrado frente a esta región. Los bancos declarantes, fundamentalmente los de la zona del

Fuerte aumento del crédito a países exportadores de petróleo...

euro y el Reino Unido, canalizaron en su conjunto 23.000 millones de dólares hacia los Emiratos Árabes Unidos, 10.000 millones hacia Arabia Saudita y 6.000 millones hacia Kuwait. Por su parte, los bancos de Estados Unidos, que no desglosan por países sus posiciones frente a los exportadores de petróleo de Oriente Medio, también declararon un incremento de sus activos agregados por valor de 15.000 millones de dólares.

... compensado por un mayor reciclaje de petrodólares

Al mismo tiempo, los residentes en los países exportadores de petróleo de Oriente Medio depositaron en el cuarto trimestre de 2007 cantidades significativas en bancos de centros extraterritoriales (Gráfico 2), lo que resultó en una salida neta de fondos de la región. El total de los pasivos de los bancos declarantes se incrementó en 80.000 millones de dólares, el mayor crecimiento trimestral de depósitos procedentes de la región hasta la fecha. Gran parte de esos depósitos estaban denominados en dólares estadounidenses, aumentando así la participación estimada de dicha moneda en el total de pasivos frente a residentes de estos países hasta el 68% (frente al 66% en el trimestre anterior), el nivel más alto desde finales de 2000². Los bancos del Reino Unido y la zona del euro (principalmente los de los Países Bajos) declararon un incremento de 66.000 millones de dólares en sus pasivos, principalmente frente a bancos de Arabia Saudita y los Emiratos Árabes Unidos.



² Aproximadamente el 17% del total de los pasivos frente a los países exportadores de petróleo de Oriente Medio son declarados por países que no proporcionan un desglose por divisas.

A diferencia de los países exportadores de petróleo de Oriente Medio, los residentes en Rusia redujeron significativamente sus depósitos en bancos europeos (véase el panel derecho del Gráfico 2). El total de pasivos frente a Rusia de los bancos declarantes al BPI se redujo en 55.000 millones de dólares, la mayor retirada de fondos de la que se tiene constancia para ese país, y tan sólo la tercera en cinco años. Tantos los bancos de la zona del euro (eminentemente los de Alemania, Francia y Bélgica) como los del Reino Unido registraron significativos descensos. En general, el total de pasivos denominados en euros se redujo en 21.000 millones de dólares y el de los denominados en dólares estadounidenses en 39.000 millones, situándose así la participación estimada del dólar estadounidense en el total de pasivos de los bancos declarantes frente a residentes de Rusia en un 45%, el nivel más bajo desde al menos finales de 1993, cuando comenzaron a contabilizarse estas posiciones. Parte de este descenso general en el cuarto trimestre pareció deberse a las actuaciones del banco central de Rusia. Los datos sobre reservas de divisas proporcionados por Rusia al FMI indican que las reservas en bancos extranjeros cayeron más de 17.000 millones de dólares durante el cuarto trimestre de 2007 (y 39.000 millones más durante el primer trimestre de 2008), mientras que las tenencias de títulos en Rusia creció 92.000 millones de dólares.

Asia-Pacífico

La concesión de crédito hacia Asia-Pacífico fue excepcionalmente intensa durante el cuarto trimestre de 2007 (véase el panel inferior derecho del Gráfico 1). Los activos frente a la región aumentaron en 82.000 millones de dólares, de nuevo el mayor avance trimestral hasta ahora en la región, de los cuales, 36.000 millones correspondieron a nuevas posiciones frente a residentes en Corea. Los bancos estadounidenses declararon un incremento de 15.000 millones de dólares en sus activos frente a los bancos coreanos (y un aumento similar en sus pasivos) tras haber registrado un descenso similar en el tercer trimestre. También contribuyó a la expansión total de los activos el aumento de títulos de deuda frente a entidades coreanas (11.000 millones de dólares) contabilizado primordialmente por bancos del Reino Unido y centros extraterritoriales. En el resto de la región, fue notable el aumento del crédito a prestatarios de la India y China, por valor de 18.000 y 9.000 millones de dólares respectivamente.

Este incremento general del préstamo fue superado por el de los depósitos de residentes en bancos de países declarantes al BPI, con lo cual se produjo una salida neta de fondos de la región. Los pasivos de los bancos declarantes frente a residentes en China (fundamentalmente bancos) aumentaron en 61.000 millones de dólares en el tercer trimestre de 2007 y 72.000 millones en el cuarto, los dos mayores crecimientos trimestrales registrados por China hasta ahora. Los bancos del Reino Unido y la zona del euro declararon un aumento conjunto de sus pasivos por valor de 38.000 millones de dólares, mientras que los bancos de los centros extraterritoriales de Asia (Hong Kong RAE y Singapur) registraron un crecimiento aún mayor, por valor de 77.000 millones. En la mayoría de los casos, dichos depósitos estaban denominados en dólares estadounidenses, lo

Los bancos de China depositan fondos en el extranjero

que resultó en un incremento de la cuota de participación de esta moneda en el total de pasivos de los bancos declarante frente a China, hasta alcanzar un 77% a finales de 2007, frente al 64% de finales de junio de 2007³.

A diferencia del caso de China, los pasivos de los bancos declarantes frente a residentes en la India se redujeron ostensiblemente en la segunda mitad de 2007, cayendo en general en 42.000 millones de dólares (un 46%), desde los 90.000 millones registrados a finales de junio. De ellos, solamente la mitad estaban denominados en dólares estadounidenses, con lo que su participación en el total de pasivos de los bancos declarantes frente a la India alcanzó el 67% (frente al 64% del trimestre anterior y el 55% de finales de 2006), su nivel más alto desde 1993⁴. Este descenso global de los pasivos frente a la India pareció estar vinculado, al menos en parte, a las actuaciones del banco central. Los datos sobre reservas de divisas aportados por la India al FMI muestran que las mantenidas en bancos del extranjero descendieron en 36.000 millones de dólares durante la segunda mitad de 2007 y en 10.000 millones más durante el primer trimestre de 2008.

Países emergentes de Europa y América Latina

Los créditos concedidos a prestatarios de países emergentes de Europa siguieron creciendo con rapidez durante el segundo semestre de 2007. Los activos transfronterizos frente a la región aumentaron al menos en 130.000 millones de dólares (un crecimiento interanual del 42%) hasta alcanzar los 899.000 millones. Esta circunstancia, a la que cabe añadir la retirada de depósitos por parte de Rusia mencionada antes, explica la entrada neta de 95.000 millones de dólares en la región durante el cuarto trimestre, la mayor registrada hasta la fecha (véase el panel superior izquierdo del Gráfico 1). Dos tercios del flujo neto total de fondos se dirigieron a Rusia, aunque países como Polonia, Ucrania, Turquía, Rumania y Eslovaquia atrajeron entradas netas superiores a los 4.000 millones de dólares cada uno, siendo Chipre la única excepción, al reducirse sustancialmente los activos transfronterizos brutos hacia el país en 3.000 millones de dólares.

De manera similar, los activos transfronterizos frente a América Latina también aumentaron en el cuarto trimestre, originándose una entrada neta de fondos en la región. La tasa de crecimiento de los activos totales alcanzó el 34% interanual, en clara oposición a los crecimientos negativos observados en 2005 sin ir más lejos. En consecuencia, la región se ha convertido por primera vez desde 2003 en prestataria neta (en relación a la banca internacional). Los activos frente a bancos de América Latina, con un crecimiento anual del 75%, supusieron casi la mitad del total de las entradas por valor de 23.000 millones

Récord de entradas netas en países emergentes de Europa

³ Estas cifras se basan en las posiciones declaradas por los bancos de los países que proporcionan desgloses completos por divisas y de Hong Kong RAE, que facilita sólo un desglose de posiciones en dólares estadounidenses. En el cuarto trimestre de 2007, aproximadamente un 13% del total de los pasivos frente a China fueron declarados por bancos de países que no desglosan sus cifras por divisas.

⁴ En el cuarto trimestre de 2007, aproximadamente un 16% del total de pasivos declarados frente a la India correspondieron a bancos de países que desglosan sus estadísticas por divisas.

de dólares del cuarto trimestre (véase el panel superior derecho del Gráfico 1). En términos generales, los bancos canalizaron sus fondos hacia Brasil, México y Chile, los mayores prestatarios de la región, con más de la mitad (52%) de los nuevos activos frente a Brasil en forma de títulos de deuda internacional.

Activos exteriores frente a economías emergentes desde la perspectiva del acreedor

La expansión de los activos frente a economías emergentes que muestran las estadísticas territoriales (*locational*) del BPI también se hace patente en las consolidadas⁵. En efecto, los mercados emergentes atrajeron un 92% del incremento total de activos exteriores (en base al riesgo último o UR) en el cuarto trimestre de 2007. El crédito concedido a mercados emergentes (en base UR) aumentó en 402.000 millones de dólares hasta alcanzar los 4 billones (o un 14% del total de activos exteriores de los bancos declarantes al BPI, frente al 12% a principios de 2007)⁶. Para el total de regiones, los activos exteriores frente a los países emergentes de Europa y la región Asia-Pacífico fueron los que más aumentaron, suponiendo un 44% y 24% respectivamente de los nuevos créditos a mercados emergentes.

Los bancos con mayor presencia local en mercados emergentes han sido los principales responsables del reciente aumento de los activos exteriores⁷. El Gráfico 3 muestra los sistemas bancarios nacionales con mayor exposición frente a las distintas regiones emergentes. Los activos exteriores (en base IB) frente a países emergentes de Europa, por un importe total de 1,5 billones de dólares, están contabilizados principalmente por bancos de Austria, Alemania e Italia, lo que refleja tanto un aumento del crédito transfronterizo como la adquisición de bancos extranjeros (panel superior izquierdo del Gráfico 3). Estos tres sistemas bancarios en conjunto concedieron la mitad de los nuevos créditos destinados a la región por un valor de 302.000 millones de dólares desde mediados de 2007. Por otra parte, la exposición de los bancos suecos y griegos a los países emergentes de Europa se ha triplicado desde 2005, aunque partiendo de un nivel inferior.

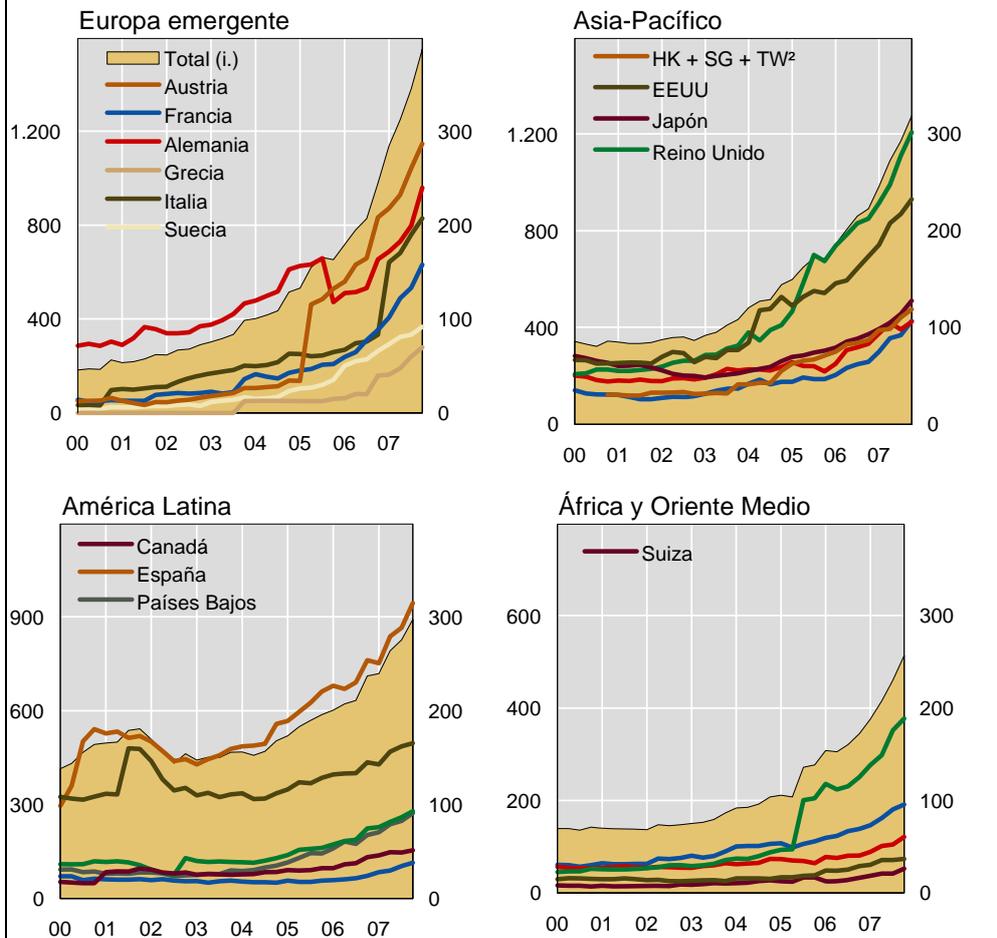
⁵ Las estadísticas bancarias consolidadas se compilan en función de la nacionalidad de los bancos declarantes, compensándose las posiciones netas intragrupo, y se presentan en base al prestatario inmediato (IB) y al riesgo último (UR). Los datos disponibles en base UR tienen en cuenta las garantías de terceros asignando los activos al país de residencia del deudor en última instancia.

⁶ Los datos consolidados no se ajustan por las variaciones de tipo de cambio, ya que no se declaran desgloses por moneda. La devaluación del dólar estadounidense en trimestres recientes tiende a magnificar las reservas de otras divisas al cierre del periodo cuando se expresan en dólares.

⁷ Los activos exteriores, al incluir los activos locales contabilizados por las oficinas de bancos extranjeros en el país de acogida, son significativamente mayores (4 billones de dólares en base UR) que los activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI frente a mercados emergentes (2,6 billones). Los activos locales suponen un estable 55% del total mundial de activos exteriores frente a mercados emergentes, por encima de la proporción que representan frente a economías avanzadas (44%). El préstamo local es muy frecuente en América Latina (71% del total de activos exteriores, contabilizados en su mayoría por bancos españoles), seguida de los países emergentes de Europa (55%), Asia-Pacífico (50%) y África y Oriente Medio (41%).

Activos exteriores frente a mercados emergentes¹

En miles de millones de dólares de EEUU



¹ Activos exteriores consolidados (en base IB) frente a mercados emergentes agrupados en cuatro regiones (en los títulos de los paneles), según los datos declarados por bancos de las nacionalidades de las leyendas. Los activos exteriores consisten en activos transfronterizos y locales (es decir, contabilizados por sucursales locales de bancos extranjeros). Además, incluyen préstamos y títulos, pero excluyen posiciones contingentes como compromisos crediticios y garantías. ² Hong Kong RAE, Singapur y Taiwan (China), combinados.

Fuente: estadísticas bancarias consolidadas en términos de prestatario inmediato (IB) del BPI. Gráfico 3

En las otras tres regiones, la proximidad geográfica de las sedes centrales de los bancos parece ser menos relevante. Los bancos británicos y estadounidenses han contabilizado en conjunto un 45% de los activos exteriores frente a mercados emergentes de Asia y casi un 40% de los nuevos créditos concedidos desde mediados de 2007. Los bancos británicos en solitario acapararon una cuota de participación similar en el total de activos frente a África y Oriente medio, tanto en términos de activos en circulación como de flujos recientes. De manera parecida, en el caso de América Latina los bancos españoles contabilizaron un 36% de los activos exteriores y un 34% de los flujos recientes, eminentemente en forma de activos locales.

El mercado internacional de títulos de deuda

En líneas generales, el endeudamiento en los mercados internacionales de deuda permaneció bastante estancado en el primer trimestre de 2008, en medio de la continua convulsión vivida en los mercados financieros. La emisión neta de bonos y pagarés se redujo hasta los 360.000 millones de dólares, por debajo incluso de los mínimos registrados en el tercer trimestre de 2007, cuando la convulsión financiera tomó dimensiones internacionales. Ahora bien, se observaron claros indicios de recuperación en segmentos como los bonos con grado de inversión y los instrumentos del mercado monetario. La emisión neta de éstos últimos en particular aumentó de forma dramática, pasando de -24.000 a 153.000 millones de dólares en el primer trimestre de 2008, la mayor emisión neta registrada hasta la fecha.

La caída de la emisión neta de bonos y pagarés se produjo debido fundamentalmente a la evolución del segmento denominado en euros, que había experimentado un repunte en el cuarto trimestre de 2007 pero descendió hasta situarse en 105.000 millones de dólares en el primer trimestre de 2008, prácticamente la mitad del nivel alcanzado durante el trimestre anterior. El descenso más sustancial fue el observado en España, seguida de Irlanda y Francia. En estos países, la caída se produjo principalmente en las instituciones financieras privadas, posiblemente por la debilidad de los mercados vinculados al sector vivienda.

El estancamiento también resultó evidente en el caso de la deuda denominada en algunas otras monedas. La emisión neta de obligaciones en dólares pasó de 204.000 a 108.000 millones de dólares en el primer trimestre de 2008, mientras que en yenes cayó de 14.000 a 6.000 millones de dólares. Al mismo tiempo, la emisión bruta en el mercado local japonés de bonos denominados en yenes por parte de emisores extranjeros (bonos samurai) continuó activa a un nivel de 7.000 millones de dólares durante el primer trimestre de 2008, lo que supuso un aumento respecto de los 5.000 millones del trimestre anterior.

El desglose por nacionalidades muestra que el descenso de la emisión neta total fue particularmente marcado en los países afectados por la caída de las emisiones en euros antes mencionados, es decir, en España, Irlanda y Francia (véase el panel izquierdo del Gráfico 4). El Reino Unido y Estados Unidos también registraron descensos pronunciados, mientras que en países como Suiza, Australia y Alemania, se dio un aumento.

Por sectores, tanto las instituciones financieras como las empresas de los países desarrollados frenaron su emisión neta, que pasó de 346.000 a 239.000 millones de dólares, y de 85.000 a 54.000 millones respectivamente. En concreto, la emisión neta de títulos de renta fija por instituciones financieras privadas en los países desarrollados se contrajo de forma pronunciada, pasando de 332.000 a 208.000 millones de dólares. Por el contrario, las instituciones internacionales incrementaron sus emisiones netas de 5.000 a 22.000 millones de dólares.

En términos de calificación crediticia (para lo que sólo se dispone de cifras brutas), se produjo una clara distinción entre los patrones de emisión de

La emisión neta de bonos y pagarés desciende aún más...

... pero se aprecia una recuperación en bonos con grado de inversión e instrumentos del mercado monetario

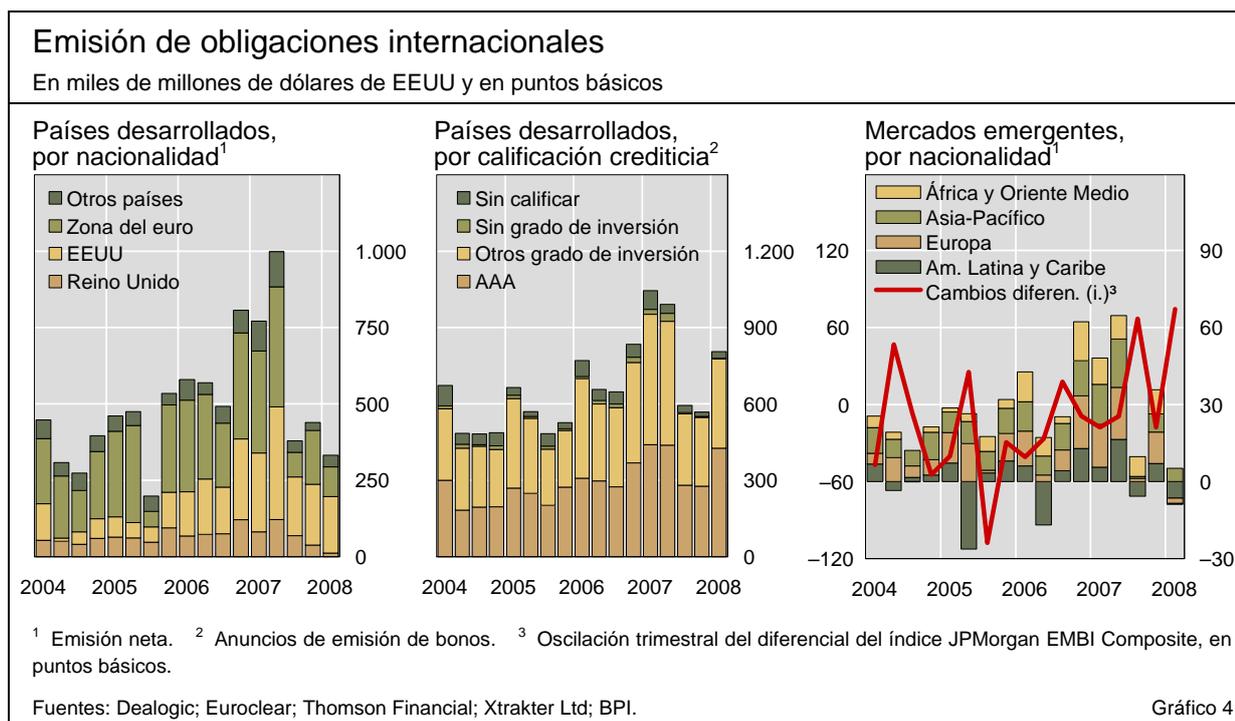
La emisión bruta de bonos con grado de inversión aumenta sustancialmente

bonos con grado de inversión y el resto (véase panel central del Gráfico 4). Las emisiones brutas de bonos con calificación AAA y otros con grado de inversión aumentaron hasta situarse respectivamente en 426.000 y 352.000 millones de dólares, subiendo desde sus niveles anteriores de 278.000 y 270.000 millones de dólares respectivamente. La emisión de bonos AAA, por valor de 426.000 millones de dólares, se situó un 59% por encima de la media de cinco años hasta 2007. En cambio, la de bonos sin grado de inversión siguió disminuyendo hasta situarse en 2.000 millones de dólares, un nivel que no se había registrado desde el cuarto trimestre de 2002.

Continúa el descenso de bonos con garantía hipotecaria

Los bonos con garantía hipotecaria continuaron su trayectoria descendente durante el primer trimestre de 2008: la emisión bruta cayó respecto del trimestre anterior, pasando de 71.000 a 33.000 millones de dólares, el nivel más bajo desde el tercer trimestre de 2003. Por nacionalidades, los Países Bajos fueron los que registraron el descenso más marcado, seguido por Estados Unidos, Canadá y España. En tales circunstancias, las instituciones semipúblicas estadounidenses comenzaron a desempeñar un papel más significativo en el mercado internacional de deuda. Por ejemplo, Federal Home Loan Banks y Fannie Mae emitieron 97.000 y 60.000 millones de dólares respectivamente en el primer trimestre de 2008, marcando el máximo histórico de emisión bruta.

En las economías emergentes, la emisión neta de bonos y pagarés descendió en el primer trimestre de 2008 hasta situarse en cifras negativas, coincidiendo con un significativo aumento de los diferenciales de los títulos de mercados emergentes, que se habían reducido en el último trimestre de 2007 (panel derecho del Gráfico 4). La caída fue particularmente marcada en los países emergentes de Europa, seguidos de América Latina y África y Oriente Medio.



En claro contraste con el continuado estancamiento de los títulos de renta fija, los instrumentos del mercado monetario crecieron como nunca antes en el mismo periodo, sobre todo la emisión neta de efectos comerciales (CP), que pasó de -88.000 a 76.000 millones de dólares. El mayor crecimiento fue el de los efectos comerciales denominados en euros, que pasaron de -65.000 a 68.000 millones de dólares. Los principales emisores fueron las instituciones financieras europeas. Esta evolución concuerda a grandes rasgos con la recuperación de la tolerancia al riesgo observada entre los inversionistas, más específicamente frente a la emisión de efectos denominados en euros por parte de instituciones financieras con calificaciones de riesgo relativamente altas.

Récord de emisión neta de instrumentos del mercado monetario

Mercados de derivados

Derivados negociados en bolsa

En el primer trimestre de 2008 se produjo un sustancial repunte de la actividad en los mercados internacionales de derivados. El volumen total de contratación expresado en cantidades nominales se incrementó respecto del trimestre anterior, desde 539 a 692 billones de dólares, el nivel más alto jamás registrado, con un crecimiento interanual del 30%. Gran parte de este incremento se observó en los derivados sobre tasas de interés a corto plazo, aunque también se registraron aumentos en los derivados sobre tasas de interés a largo plazo y divisas. En cambio, el volumen de contratación de derivados sobre índices bursátiles mostró un ligero descenso, probablemente por la debilidad general de las bolsas durante el primer trimestre de 2008. En cuanto a los derivados sobre materias primas, que no se incluyen en el total anterior ya que sólo se dispone de cifras sobre el número de contratos, se produjo un aumento considerable del 52% interanual.

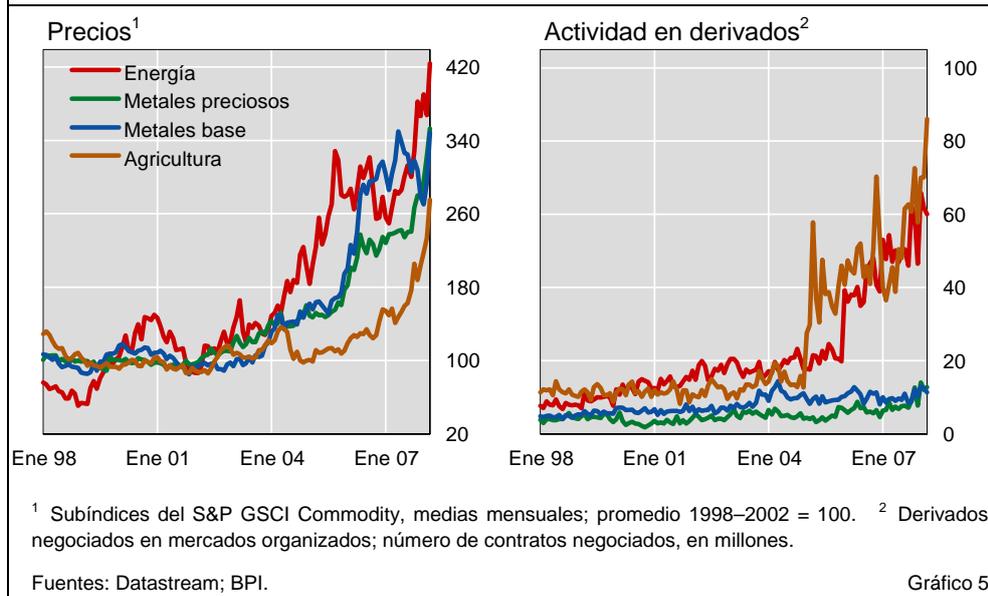
Repunte en el volumen de contratación de opciones y futuros...

El volumen de operaciones con derivados sobre tasas de interés a corto plazo aumentó respecto del trimestre anterior, pasando de 406 a 548 billones de dólares, o un crecimiento interanual del 32%. Esto se debió principalmente a los segmentos de divisas que habían registrado un retroceso significativo durante el cuarto trimestre de 2007: los del dólar estadounidense y el euro mostraron un repunte muy sustancial, y el de la libra esterlina experimentó un ligero crecimiento. Más concretamente, el volumen de contratación de opciones y futuros sobre tasas a tres meses en eurodólares se recuperó con fuerza, lo que sugiere que podría haberse producido una cierta recuperación de la liquidez en los mercados monetarios a plazo tras las tensiones a finales de 2007. En cambio, el volumen de negociación con opciones y futuros sobre las tasas de interés de los fondos federales cayó pese a los recortes de las tasas oficiales en Estados Unidos.

... en particular de derivados sobre tasas de interés a corto plazo

También se produjo una recuperación en el segmento de derivados sobre divisas, cuya actividad creció desde 6 a 6,7 billones de dólares en el primer trimestre de 2008, lo que supuso un crecimiento interanual del 32% atribuido fundamentalmente al euro, el yen y el franco suizo. Estas monedas

Precios de materias primas y actividad en derivados



compensaron en parte la caída de la negociación en monedas como el dólar canadiense y la libra esterlina.

Por otro lado, la actividad con derivados sobre acciones retrocedió ligeramente de 75 a 73 billones, aunque la tasa de crecimiento interanual permaneció elevada en el 22%. Por monedas, los derivados sobre acciones en won coreanos fueron los que más se redujeron, seguidos de los denominados en rupias indias y libras esterlinas. En cambio, el mayor incremento lo registraron los contratos en euros, seguidos por los denominados en dólares estadounidenses y canadienses.

El volumen de operaciones con opciones y futuros sobre materias primas continuó siendo considerable en el primer trimestre de 2008. En términos de número de contratos (al no disponerse de cifras nominales), el segmentó pasó de 420 a 489 millones de operaciones, lo que supuso un crecimiento interanual del 52%. Gran parte de ese incremento se debió a los productos agrícolas y energéticos. En los últimos años, el volumen de operaciones con derivados sobre estos productos se ha mostrado mucho más proclive que en el caso de otras materias primas a variar conforme lo hacían los precios de dichos artículos (Gráfico 5).

Derivados extrabursátiles (OTC)

Pese a la continua agitación de los mercados financieros mundiales, el mercado de derivados extrabursátiles (OTC) creció con relativa estabilidad en el segundo semestre de 2007, particularmente en el segmento crediticio, posiblemente por la mayor demanda de cobertura frente al riesgo de crédito. Las cantidades nominales en todas las categorías de contratos OTC se incrementaron en un 15% hasta alcanzar los 596 billones de dólares a finales de diciembre, tras un crecimiento del 24% en la primera mitad del año⁸. Otros

⁸ Las tasas de crecimiento de los derivados OTC hacen referencia a los cambios semestrales.

Los derivados sobre materias primas permanecen fuertes

Crecimiento estable de los derivados OTC

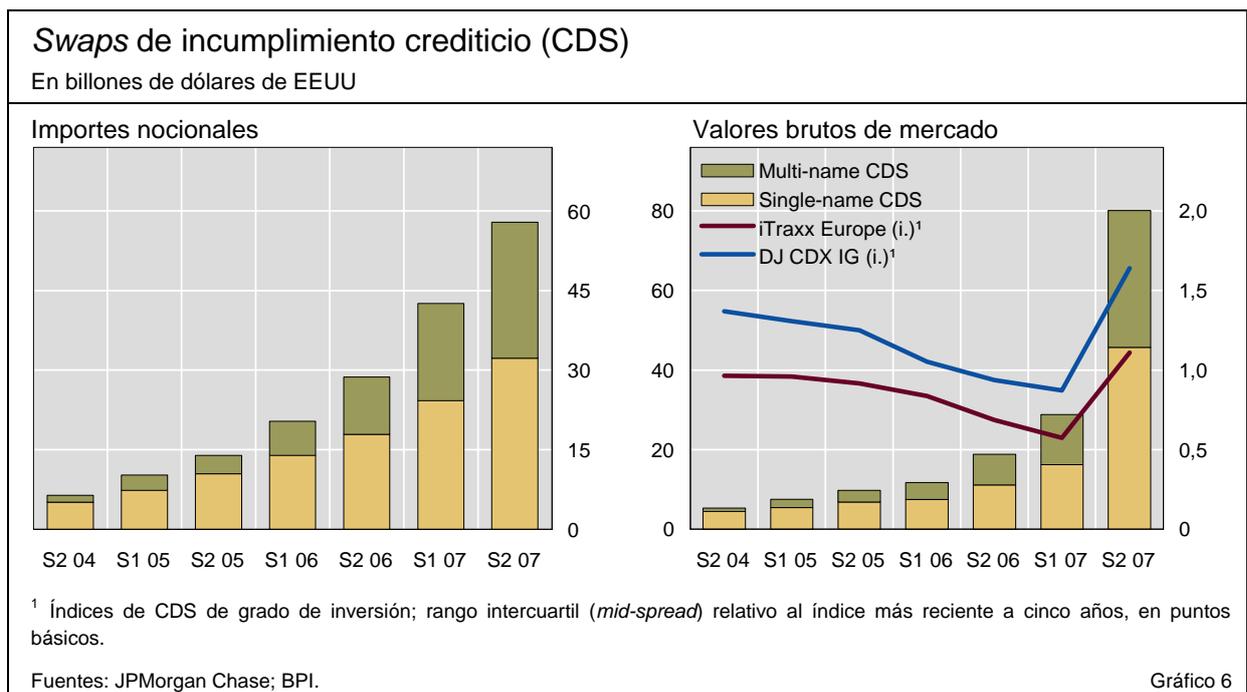
segmentos, como los de derivados sobre divisas, tasas de interés y materias primas, también mostraron firmeza, con tasas de crecimiento de dos dígitos, mientras que el segmento de derivados sobre acciones mostró un crecimiento negativo.

Los valores brutos del mercado, que miden el coste de sustitución de todos los contratos existentes, se incrementaron en un 30% hasta situarse en 15 billones de dólares a finales de diciembre de 2007, siendo particularmente notable la evolución de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS), que casi se triplicaron hasta alcanzar los 2 billones de dólares. El valor bruto de las exposiciones crediticias, tras los acuerdos de compensación, también se incrementó en un 22% hasta un total de 3 billones de dólares.

Las cantidades nominales de CDS continuaron aumentando (en un 36% durante la segunda mitad de 2007) hasta los 58 billones de dólares, lo que supuso una ralentización respecto de la tasa de crecimiento del 49% registrada en la primera mitad del año (véase el panel izquierdo del Gráfico 6). Los valores brutos de mercado de los CDS mostraron un crecimiento del 178% elevándose hasta los 2 billones de dólares, muy por encima del crecimiento del 53% en la primera mitad de 2007 (véase el panel derecho del Gráfico 6). Este rápido avance sin precedentes parece reflejar tanto la revaloración de los contratos de CDS existentes como de la emisión de contratos nuevos en el segundo semestre, en medio del desconcierto reinante en los mercados financieros mundiales.

Gran crecimiento de CDS en medio de la convulsión financiera

Las cantidades nominales de derivados OTC sobre divisas aumentaron de manera contundente a un ritmo del 16%, ligeramente por debajo del 21% del primer semestre. Si se realiza un análisis por divisas, los contratos con un tramo denominado en dólares estadounidenses, yenes o francos suizos mostraron tasas de crecimiento particularmente fuertes, entre el 16% y el 21%.



En términos de vencimiento, los contratos a más de cinco años aumentaron nada menos que el 104%. Los valores brutos de mercado para el total de derivados OTC sobre divisas registraron un crecimiento del 34%, muy superior al 6% de la primera mitad del año. Por divisas, los derivados sobre el euro, la libra esterlina y el dólar estadounidense aumentaron con rapidez, a un ritmo del 73%, 50% y 32% respectivamente, mientras que los contratos sobre el yen cayeron un 5%.

En cuanto a otras categorías, las cantidades nominales de derivados OTC sobre tasas de interés apenas crecieron un 13%. En cambio, el aumento nominal de los derivados OTC sobre acciones se desaceleró ostensiblemente, desde el 15% en el primer semestre hasta el -1% seis meses después, el nivel más bajo desde la segunda mitad de 2004.

Actualización sobre los mercados de títulos de deuda en moneda local en las economías de mercado emergentes

Michael Pomerleano y Karsten von Kleist

En junio de 2007, el Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS) publicó un informe sobre los mercados de deuda en moneda local (en adelante, CGFS (2007))[®] y encargó al BPI actualizar las estadísticas más relevantes una vez al año, con el fin de publicar periódicamente datos sobre los vencimientos residuales y originales y la estructura de los instrumentos financieros locales para un conjunto más amplio de economías de mercado emergentes (EME). Este cuadro resume los datos recopilados para 2006 y 2007, a la luz de las tendencias generales de crecimiento en los mercados de deuda en moneda local en las EME; pueden consultarse series temporales más largas y datos detallados para cada país en la página del BPI en www.bis.org/statistics/secstats.htm.

En general, los mercados de títulos de deuda en moneda local crecieron con rapidez durante el periodo 2005–07. Sus volúmenes, que son indicativos del volumen en circulación de deuda en moneda local, crecieron[®] a una tasa anual del 23% en términos de dólares de EEUU actuales (véase la última columna del Cuadro A). Las tasas de crecimiento que excluyen los efectos del tipo de cambio sobre los volúmenes en circulación han sido ligeramente menores (18%), como reflejo de la apreciación de las monedas locales frente al dólar de EEUU.

Variación en los volúmenes de títulos de deuda locales¹: todos los emisores

En miles de millones de dólares de EEUU y en porcentaje

	2005	2006	2007	Volúmenes 2007	Crecimiento anual, ajustado por tipos de cambio ²	Crecimiento anual a tipos de cambio actuales ^{2, 3}
Asia	406,8	432,5	653,1	3,908,9	19%	23%
América Latina	229,7	279,7	91,2	1,647,0	17%	29%
Europa central	21,1	21,1	20,9	337,1	9%	16%
Otras EME	28,9	21,5	15,0	381,4	7%	8%
Total	686,5	754,8	780,2	6.274,4	18%	23%

Este cuadro actualiza el Cuadro C3 del CGFS (2007) e incluye instrumentos del mercado monetario. Los datos detallados por país están disponibles en la página del BPI www.bis.org/statistics/secstats.htm.

¹ Bonos, pagarés e instrumentos del mercado monetario emitidos por residentes y dirigidos a inversionistas residentes. Las variaciones en los volúmenes se han calculado en las monedas locales originales por país y se han convertido a dólares de EEUU a los tipos de cambio medios trimestrales, para obtener así las variaciones netas, que excluyen el efecto de la oscilación del dólar en el volumen de deuda en circulación. ² Media geométrica de las tasas de crecimiento 2005–07. ³ Expresado en dólares de EEUU, a tipos de cambio actuales.

Fuentes: autoridades nacionales; BPI.

Cuadro A

Asia sigue siendo la región con los mercados de deuda de mayor tamaño y ritmo de crecimiento (a una tasa anual del 19%, ajustada por los tipos de cambio). Los mercados de China (34%) e India (27%) se expandieron con fuerza en 2007. La deuda local en Asia se vio impulsada por una mayor emisión de deuda por parte de bancos centrales que acumulaban reservas de divisas. Los títulos de deuda a corto plazo en circulación utilizados en las operaciones de esterilización de los bancos centrales aumentaron en China en 172.000 millones de dólares de EEUU durante 2006–07, frente a los 273.000 millones de 2000–05.[®] Los bancos centrales de Tailandia e Indonesia emitieron respectivamente 13.000 y 7.000 millones de dólares netos en 2007, mientras que Corea reembolsó 9.000 millones de dólares en bonos del banco central.

En América Latina, la deuda doméstica en circulación creció un 29% en términos de dólares estadounidenses actuales durante 2005–07, pero sólo un 17% en dólares constantes. En Europa central, gran parte del incremento nominal de los títulos de deuda en circulación también se debió a la apreciación de la moneda. El crecimiento en términos de moneda local alcanzó sólo un 9%.

Hay indicios de que la estructura de los mercados de deuda doméstica en las EME (cuyos títulos se negocian con vencimientos a más de un año) está convergiendo hacia la de los países desarrollados. La proporción de deuda a tasa fija ha crecido desde el año 2000, especialmente en América Latina, al tiempo que la proporción a tasa variable ha disminuido. Por ejemplo, las EME asiáticas han ido eliminando casi por completo la deuda a tasa variable, que en 2000 todavía representaba el 8%. Como resultado, la exposición a movimientos en las tasas de interés a corto plazo parece ser reducida en muchos países.

Además, se ha reducido progresivamente la deuda ligada a la moneda en numerosos países latinoamericanos, particularmente Brasil, en el marco de políticas macroeconómicas para reducir su vulnerabilidad frente a perturbaciones externas. Como consecuencia, se han reducido sustancialmente los descalses cambiarios, que habían exacerbado crisis anteriores. Aun así, algunos países encuestados mantienen una proporción significativa de deuda ligada a su moneda, entre ellos Perú (aunque su proporción ha caído desde un máximo del 42% en 2000 hasta el 14% en 2007) y Argentina (donde últimamente han crecido ligeramente hasta el 23%). En Venezuela, la proporción ha aumentado marcadamente. Sin embargo, la deuda ligada a la inflación se ha incrementado en América Latina, del 13% en 2000 al 25% en 2007.

Vencimiento de la deuda pública local en circulación¹

Vencimiento medio original² y residual, en años

	2005		2006		2007	
	Original	Residual	Original	Residual	Original	Residual
América Latina	7,5	3,9	13,7	4,0	13,6	4,3
De los cuales:						
Brasil	...	2,3	...	2,6	...	3,0
México	...	3,4	...	4,4	...	5,9
Asia, grandes economías	10,1	7,0	11,2	6,9	10,9	7,1
De los cuales:						
India	14,0	10,0	16,9	10,0	14,7	10,0
Corea	6,1	4,1	6,6	4,2	7,0	4,4
Asia, otros	8,0	5,5	9,1	5,6	10,1	7,0
De los cuales:						
Indonesia	7,6	7,6	11,5	7,1	13,3	12,7
Malasia	8,6	5,0	8,4	5,2	10,0	5,4
Europa central	6,6	4,0	7,4	4,4	8,1	4,6
De los cuales:						
Hungría	...	4,1	...	4,3	...	4,7
Polonia	6,2	3,6	6,9	3,9	8,0	4,3
Otros	7,9	4,4	8,3	4,4	8,2	4,0
De los cuales:						
Turquía	4,3	2,1	4,7	2,4	4,9	2,0
Sudáfrica	16,0	8,1	16,8	8,3	17,3	8,3
Total	8,8	5,0	10,1	5,1	10,1	5,3

¹ Este cuadro actualiza el Cuadro D4 de CGFS (2007). Incluye bonos, pagarés e instrumentos del mercado monetario. Los totales regionales se basan en los del Cuadro D4 y están ponderados por los correspondientes volúmenes en circulación. ² Estas estimaciones deben considerarse indicativas y pueden no ser estrictamente comparables entre países. Los datos detallados por país están disponibles en la página del BPI www.bis.org/statistics/secstats.htm.

Fuente: encuesta del Grupo de Trabajo del CGFS, BPI.

Cuadro B

El vencimiento de la deuda doméstica de los bancos centrales ha seguido ampliándose de forma gradual mediante un alargamiento generalizado del vencimiento residual de los bonos a tasa fija (véase el Cuadro B). En Asia, destaca la deuda indonesia. También se ha registrado una ampliación del vencimiento residual medio en Brasil (hasta tres años) y en México (hasta seis años), mientras que en Turquía se ha reducido hasta apenas dos años.

^① Véase «Financial stability and local currency bond markets», *CGFS Publications*, n° 28, junio de 2007 (www.bis.org/publ/cgfs28.htm). ^② Datos recopilados a partir del informe del CGFS incluyen emisión en moneda local por no residentes. ^③ Véase CGFS (2007), Cuadro D5.