

Aspectos más destacados de la actividad bancaria y financiera internacional¹

El BPI, en colaboración con los bancos centrales y autoridades monetarias de todo el mundo, compila y distribuye diversos conjuntos de datos sobre la actividad bancaria y financiera internacional. Para el mercado bancario internacional, los últimos datos disponibles corresponden al cuarto trimestre de 2008, mientras que para los mercados internacionales de títulos de deuda y de derivados cotizados se utilizan datos del primer trimestre de 2009.

El mercado bancario internacional

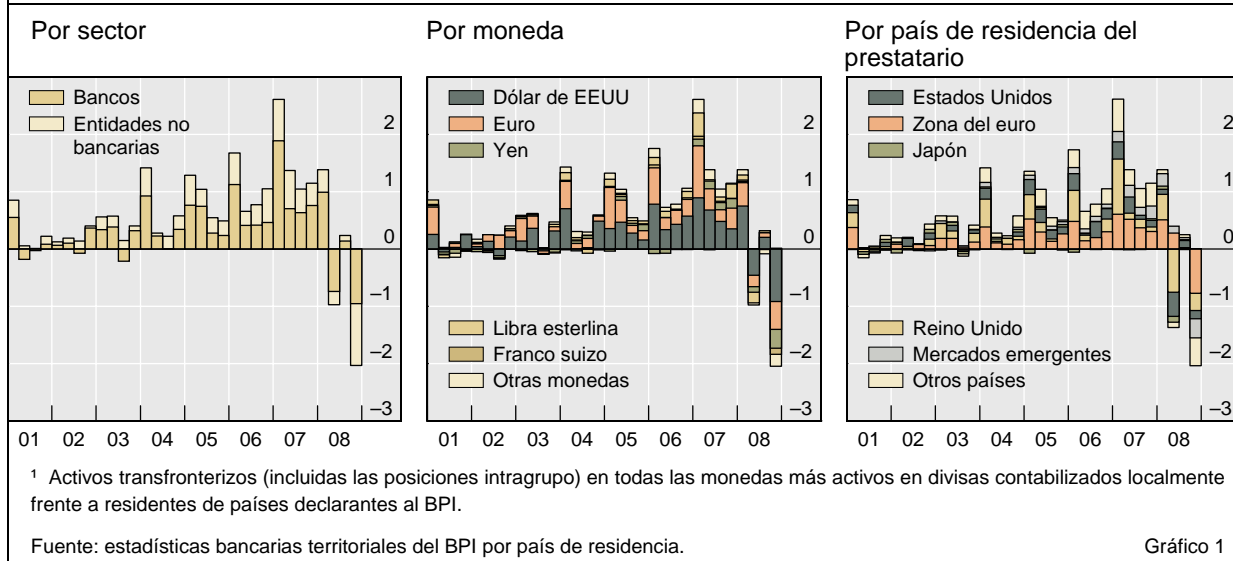
Tras la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008, los balances internacionales de los bancos experimentaron contracciones récord durante el cuarto trimestre. La disminución tanto de los activos interbancarios como de los activos frente al sector no bancario, en particular en Estados Unidos, reflejó una menor concesión de préstamos, enajenaciones de activos y depreciaciones (véase el panel izquierdo del Gráfico 1). La caída del cuarto trimestre redujo el crecimiento interanual del total de activos internacionales hasta el -4%, frente al 5% del trimestre anterior y el máximo del 22% alcanzado en el tercer trimestre de 2007.

Las tensiones en la financiación del sector bancario se agudizaron a principios del trimestre, induciendo una respuesta de política económica sin precedentes por parte de gobiernos y bancos centrales. Durante el trimestre, los préstamos interbancarios se redujeron en todas las monedas (véase el panel central del Gráfico 1) y otras fuentes de financiación bancaria también registraron tensiones. Los residentes en países que tradicionalmente acumulan reservas y son exportadores de petróleo retiraron cantidades significativas de depósitos realizados en bancos comerciales. En algunos países, esa tendencia obedeció a la retirada de depósitos de reservas de divisas por parte de sus bancos centrales. A finales del trimestre, las tensiones en la financiación habían remitido hasta cierto punto, como revelaban unos

¹ Las consultas sobre estadísticas bancarias deben dirigirse a Patrick McGuire y Goetz von Peter, y las referentes a títulos internacionales de deuda y contrataciones de derivados, tanto en bolsa como en mercados extrabursátiles, a Jacob Gyntelberg.

Evolución de los activos internacionales brutos¹

En billones de dólares de EEUU



diferenciales Libor-OIS considerablemente más estrechos que su máximo anterior.

Los bancos recortaron su crédito transfronterizo a los mercados emergentes, aunque su operativa local permaneció estable en muchos de esos países. Los activos transfronterizos de los bancos declarantes frente a las cuatro regiones emergentes se redujeron durante el cuarto trimestre un total de 282.000 millones de dólares (10%), siendo las posiciones frente a Asia-Pacífico las que experimentaron una mayor caída. A diferencia de lo ocurrido con los activos transfronterizos de los bancos, los contabilizados por sus oficinas en el extranjero frente a residentes locales en moneda local permanecieron estables por lo general, llegando incluso a aumentar en numerosos países.

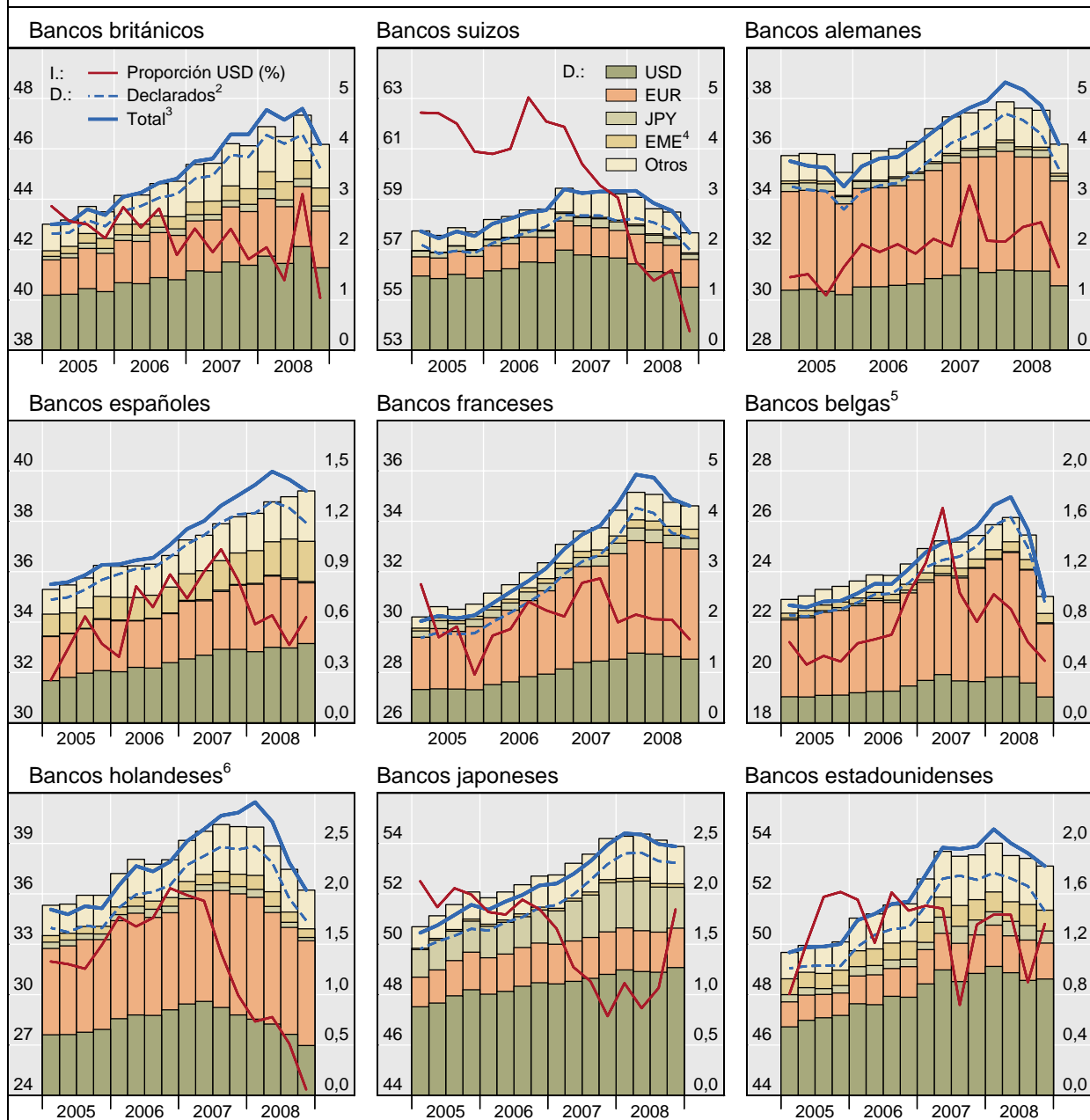
Los balances se contraen en un contexto de tensiones de financiación

Las tensiones que sufrió el sistema financiero en septiembre de 2008 se trasladaron al cuarto trimestre del año, contribuyendo al mayor retroceso jamás registrado de las posiciones de los bancos frente al exterior. Las estadísticas bancarias consolidadas del BPI (en términos de riesgo último), que recogen los activos exteriores² en circulación de los sistemas bancarios nacionales³ muestran que, en conjunto, el total de activos exteriores se redujo

² Los activos exteriores incluyen tanto los activos *transfronterizos* como los *locales*, es decir, las posiciones contabilizadas por las oficinas de los bancos en el extranjero frente a los residentes del país de acogida. Los activos locales están denominados bien en moneda local del país de acogida (locales en local) o bien en divisas (locales en divisa). La suma de los activos transfronterizos y de los activos locales en divisa se denomina activos *internacionales*.

³ La expresión «sistema bancario nacional» hace referencia al conjunto de grandes bancos con presencia internacional que tienen *su sede* en un país concreto (por ejemplo, bancos estadounidenses, bancos alemanes, bancos suizos, etc.) en contraposición a los bancos *residentes* en un determinado país.

Activos exteriores por moneda¹



¹ Las barras representan estimaciones de los activos exteriores en circulación en billones de dólares de EEUU expresados a tipos de cambio constantes a finales de 2008. Estas estimaciones se construyen combinando las estadísticas bancarias territoriales del BPI por nacionalidad con las bancarias consolidadas (en términos de prestatario inmediato), ofreciendo así un desglose por monedas de los activos exteriores totales de los bancos. Para más detalles, véase «The US dollar shortage in global banking», *BIS Quarterly Review*, marzo de 2009. ² Activos exteriores declarados en las estadísticas bancarias consolidadas del BPI (en términos de prestatario inmediato); sin ajustes por oscilaciones en los tipos de cambio. ³ Activos exteriores (declarados) más activos de sucursales en el extranjero frente a residentes en el país de origen; sin ajustes por oscilaciones en los tipos de cambio. ⁴ Monedas de mercados emergentes. ⁵ La contracción de las posiciones en el último trimestre de 2008 refleja en parte la reestructuración de Fortis. ⁶ La contracción de las posiciones en el segundo semestre de 2008 refleja en parte la venta de varias unidades de negocio de ABN AMRO.

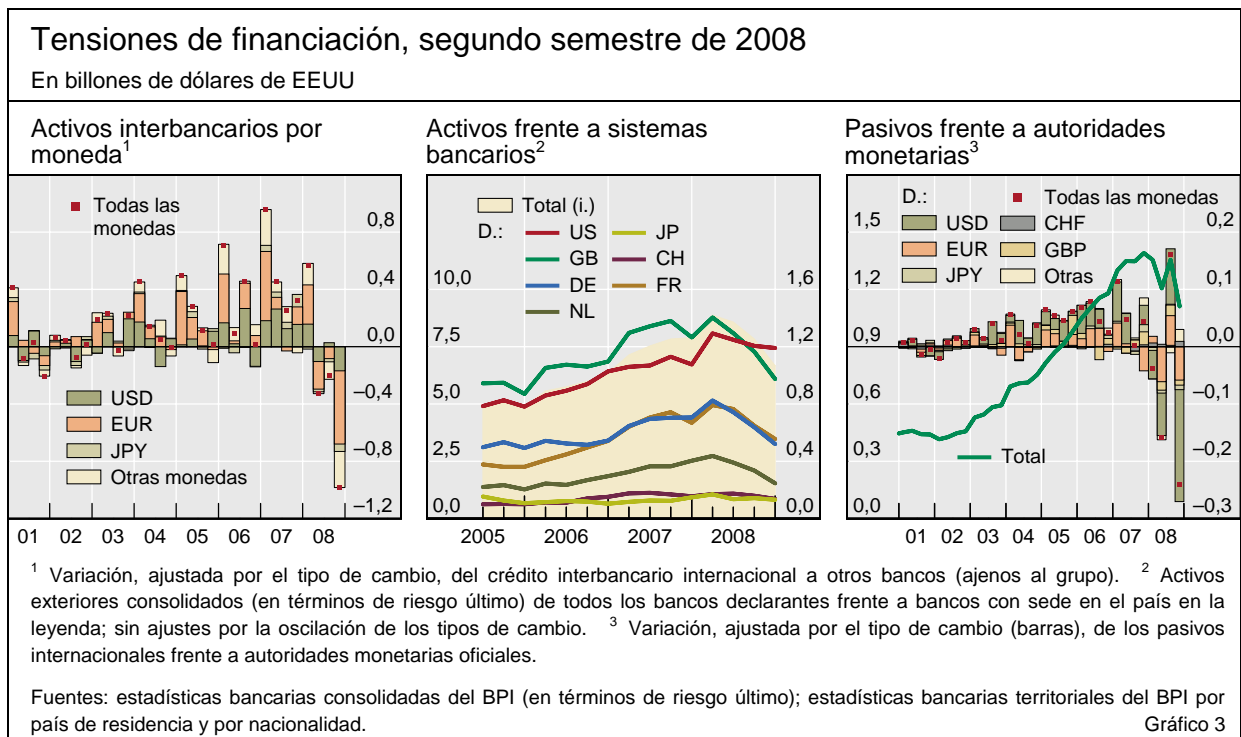
Fuentes: estadísticas bancarias consolidadas del BPI (en términos de prestatario inmediato); estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia; cálculos del BPI. Gráfico 2

en 3,2 billones de dólares (-11%) hasta situarse en 25 billones en el cuarto trimestre de 2008. Esta caída se debe en parte a la significativa apreciación del dólar estadounidense frente a un amplio grupo de monedas durante el

periodo, lo que se tradujo en una reducción del total de posiciones abiertas no denominadas en dólares estadounidenses cuando dicha cantidad se expresa en esta moneda (véase el Gráfico 2)⁴.

Pese a que la mayoría de los sistemas bancarios declararon una reducción de sus posiciones, el mayor descenso correspondió a los bancos europeos. Las barras del Gráfico 2 recogen la evolución de los activos exteriores en circulación de los bancos, desglosados por moneda de denominación y expresados a tipos de cambio constantes de finales de 2008. La contracción efectiva de los activos exteriores durante el cuarto trimestre, una vez realizados los correspondientes ajustes por variaciones de los tipos de cambio, resulta considerablemente menor que la expresada en términos nominales (2,5 billones de dólares frente a 3 billones en el caso de los sistemas bancarios incluidos en el Gráfico 2), pero aun así se trata del mayor retroceso trimestral jamás registrado. Los activos exteriores de los bancos alemanes, suizos y británicos fueron los que más se redujeron durante el cuarto trimestre, sobre todo los denominados en dólares estadounidenses. Por su parte, los activos exteriores de los bancos españoles crecieron de hecho una vez eliminados los efectos de valoración, en parte como reflejo de la adquisición de bancos extranjeros.

Se ha asistido a la mayor contracción jamás registrada, pese a la apreciación del dólar estadounidense



⁴ Pese a que las estadísticas consolidadas del BPI no incluyen un desglose por monedas de los activos exteriores de los bancos, éste puede estimarse combinando las estadísticas bancarias consolidadas del BPI con sus estadísticas bancarias territoriales por país de residencia (para obtener información más detallada, véase «The US dollar shortage in global banking», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2009). Este desglose está disponible para el total de activos exteriores de los bancos (línea azul continua en el Gráfico 2) que, en este contexto, incluye los activos exteriores declarados por cada sistema bancario (línea azul discontinua) más los activos transfronterizos contabilizados por las oficinas en el extranjero frente a residentes en el país de origen.

Enfrentados a tensiones de financiación...

Las fuentes de financiación de los bancos mostraron signos de inestabilidad tras la quiebra de Lehman Brothers. A finales del cuarto trimestre de 2008, los activos interbancarios internacionales habían disminuido en una cuantía récord (953.000 millones de dólares sin incluir las posiciones intragrupo). Los activos denominados en euros fueron los que sufrieron descensos más acusados, básicamente como reflejo de la contracción de los préstamos interbancarios dentro de la zona del euro (véase el panel izquierdo del Gráfico 3). Un desglose por sistema bancario de las estadísticas bancarias consolidadas del BPI muestra que los bancos europeos (en particular los holandeses, suizos, alemanes y británicos) fueron los que declararon las mayores reducciones en sus posiciones interbancarias. Tal y como muestra el panel central del Gráfico 3, esa circunstancia resultó en una disminución del crédito interbancario a entidades británicas en primer lugar, seguidas de las alemanas y francesas.

Otras fuentes de financiación también sufrieron tensiones durante el trimestre. Tras el intenso incremento del tercer trimestre de 2008, los pasivos de los bancos declarantes frente a autoridades monetarias se redujeron en 265.000 millones de dólares (23%) en el cuarto (véase el panel derecho del Gráfico 3), básicamente como reflejo de la retirada de reservas de divisas depositadas en bancos del Reino Unido, Alemania, Suiza y Bélgica⁵. Además, durante el trimestre se produjo la repatriación de depósitos realizados en bancos comerciales por residentes en Rusia, Libia, Nigeria y otros países exportadores de petróleo, ocasionando una caída récord de los pasivos de los bancos declarantes frente a las economías europeas emergentes, África y Oriente Medio (véase el Gráfico 6).

... los bancos reducen posiciones frente a entidades no bancarias...

En medio de estas tensiones de financiación, los activos en circulación frente a entidades no bancarias se redujeron notablemente, sobre todo frente a prestatarios no bancarios estadounidenses⁶. Esta contracción incluye depreciaciones y pérdidas debidas a ajustes de valoración a precios de mercado, lo dificulta la distinción entre enajenaciones directas de activos y cambios de valoración. En general, el total de activos internacionales en circulación frente a entidades no bancarias descendió en 1,1 billones de dólares (véase el panel izquierdo del Gráfico 1). Casi la mitad de ese importe total correspondió a la disminución de los activos transfronterizos frente a entidades no bancarias estadounidenses (-424.000 millones de dólares,

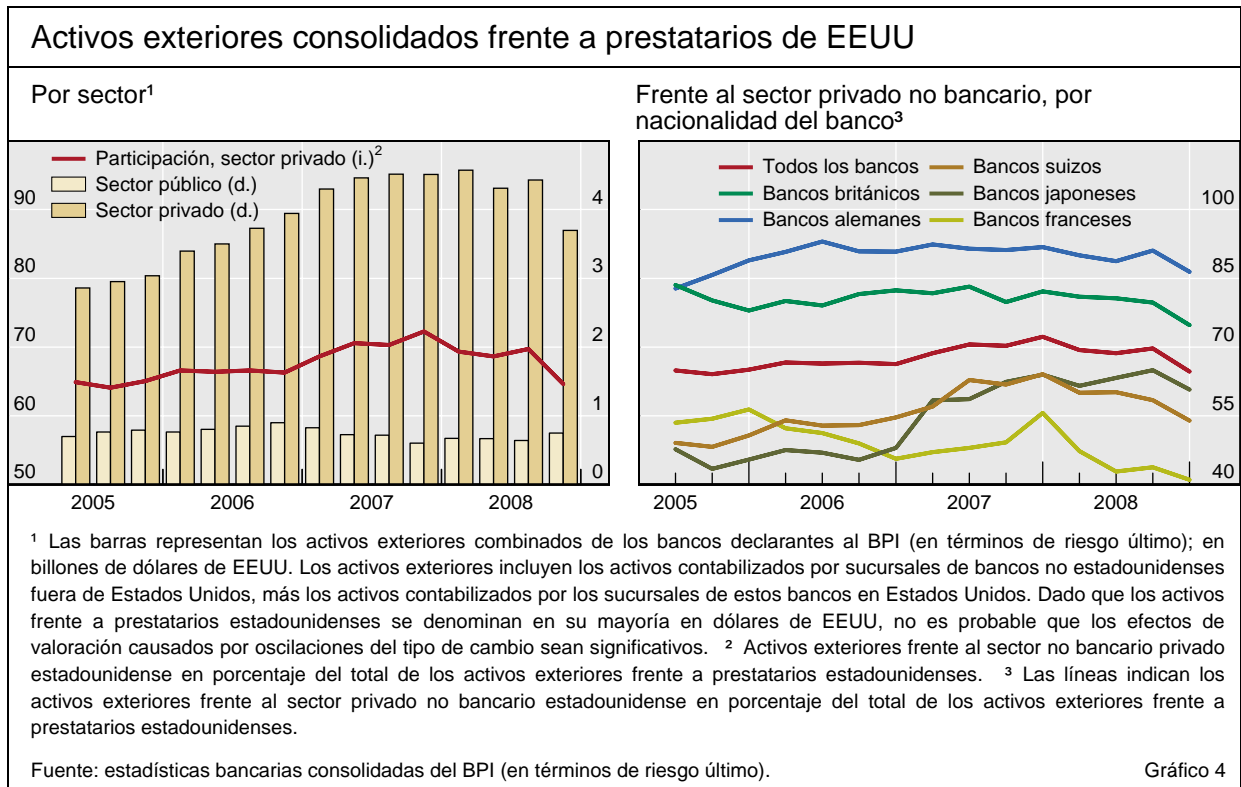
⁵ Los datos proporcionados al FMI por 63 autoridades monetarias indican que, durante el cuarto trimestre, numerosos bancos centrales (en particular los de la India y Rusia) redujeron en un total de 137.000 millones de dólares sus depósitos de reservas de divisas realizados en bancos comerciales. Estas retiradas se produjeron aun cuando, simultáneamente, otros bancos centrales adoptaban medidas destinadas a proporcionar fondos a los bancos, como la supresión a principios del trimestre (13 de octubre) de los límites de las líneas *swap* para el intercambio de dólares estadounidenses establecidas entre la Reserva Federal de Estados Unidos, el BCE, el Banco de Inglaterra y el Banco Nacional de Suiza (entre otros).

⁶ Los activos frente a entidades no bancarias incluyen los préstamos internacionales concedidos a los sectores minorista y empresarial y a los *hedge funds*, así como carteras de diversa naturaleza que van desde valores del Tesoro y títulos de agencias hasta productos estructurados.

o un -15%)⁷, seguida por la de los activos frente a entidades no bancarias de la Europa desarrollada (-151.000 millones de dólares) y las Islas Caimán (-142.000 millones de dólares)⁸. Desde el comienzo de la crisis, la reducción de los activos frente a las entidades no bancarias estadounidenses ha ocasionado un cambio de dirección de los flujos *netos* de fondos hacia prestatarios estadounidenses (véase el Recuadro).

Las estadísticas bancarias consolidadas del BPI (en términos de riesgo último), que incluyen un desglose más detallado por contrapartes, arrojan más luz sobre la exposición de los bancos frente al *sector privado no bancario* estadounidense (véase el panel izquierdo del Gráfico 4). Los activos exteriores de los bancos no estadounidenses frente a estos prestatarios, que incluyen tanto las posiciones transfronterizas como las contabilizadas por sus oficinas en Estados Unidos, se han reducido en 880.000 millones de dólares desde el primer trimestre de 2008, correspondiendo la mayor caída (734.000 millones de dólares) al cuarto trimestre. Casi todos los principales sistemas bancarios declararon un reajuste de carteras desde activos frente al sector privado no

... especialmente de Estados Unidos



⁷ Los activos frente a entidades no bancarias estadounidenses materializados en títulos de deuda y acciones se redujeron por cuarto trimestre consecutivo, en esta ocasión en 69.000 millones de dólares, con un menor volumen de préstamos como remanente de la contracción total.

⁸ Los datos disponibles hasta el primer trimestre de 2009 sobre la firma de préstamos sindicados muestran que el total de préstamos firmados en todo el mundo cayó a su nivel más bajo (166.000 millones de dólares) desde 1995, aproximadamente un tercio del volumen registrado en el primer trimestre de 2008. Las caídas más acusadas correspondieron a las operaciones con prestatarios de la zona del euro y Estados Unidos.

bancario estadounidense (véase el panel derecho del Gráfico 4) hacia valores del Tesoro estadounidense y otros títulos de deuda pública.

Los bancos también registraron grandes cambios en sus posiciones fuera de balance. El volumen total de compromisos de crédito (pendientes de utilizar) cayó desde casi 5 billones de dólares a comienzos de 2008 hasta 4 billones a finales de año (véase el panel izquierdo del Gráfico 5). Al mismo tiempo, el valor nominal de las garantías, que incluyen la protección crediticia a través de la venta de derivados, se redujo de forma inusitada en un 23%,

Se invierte la dirección de los flujos de capital a través de los bancos durante la crisis

La crisis financiera ha acarreado cambios sustanciales en el flujo de fondos entre países a través de los bancos. Los paneles superiores del Gráfico A muestran la transferencia neta acumulada de fondos entre países a través del sistema bancario internacional durante los seis trimestres anteriores y posteriores al inicio de la crisis. Los flujos netos de capital estimados, que se indican por medio del grosor y dirección de las flechas, tienen en cuenta las variaciones de activo y pasivo en los balances de los bancos ubicados en ambos países de cada par bilateral.

Antes de la crisis, los bancos facilitaban la salida de flujos internacionales de capital desde las regiones excedentarias, como ilustran las flechas que salen de Japón y la zona del euro, así como de los centros financieros asiáticos y los países exportadores de petróleo. Los bancos canalizaban los fondos desde estas regiones a través de oficinas en el Reino Unido y los centros financieros del Caribe para transferirlos en última instancia a prestatarios de Estados Unidos (por un valor acumulado de 492.000 millones de dólares entre el primer trimestre de 2006 y el segundo trimestre de 2007).

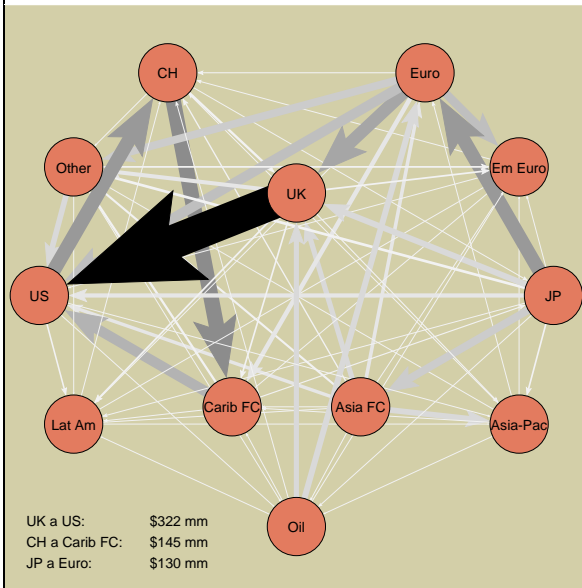
Durante la crisis, en cambio, se invirtió la dirección de los flujos bilaterales de fondos entre varias de las principales economías del mundo. Entre el segundo trimestre de 2007 y el cuarto trimestre de 2008, los flujos netos acumulados desde Estados Unidos hacia el Reino Unido supusieron un total de 482.000 millones de dólares, y los dirigidos a los centros financieros del Caribe ascendieron a 213.000 millones. Del mismo modo, los flujos procedentes de países exportadores de petróleo, básicamente materializados en depósitos colocados en bancos del Reino Unido y la zona del euro, cambiaron de dirección al repatriar los residentes de estos países sus depósitos.

Los factores determinantes de estos flujos difieren para cada par bilateral de países. Los paneles inferiores del Gráfico A ofrecen un desglose por sectores de los flujos acumulados para tres pares en los que uno de los integrantes es siempre Estados Unidos. Los valores negativos (positivos) representan los flujos hacia (desde) Estados Unidos. Sin lugar a dudas, el mayor cambio desde el inicio de la crisis ha sido el rápido aumento de los flujos netos hacia el Reino Unido, como resultado de la disminución de los activos frente a entidades no bancarias de Estados Unidos contabilizados por bancos ubicados en el Reino Unido (línea azul del panel inferior izquierdo). Ésta es la consecuencia de una menor concesión de préstamos y de reducciones del valor contable de las posiciones frente a residentes en Estados Unidos por parte de las oficinas londinenses de los principales bancos con sede en Europa.

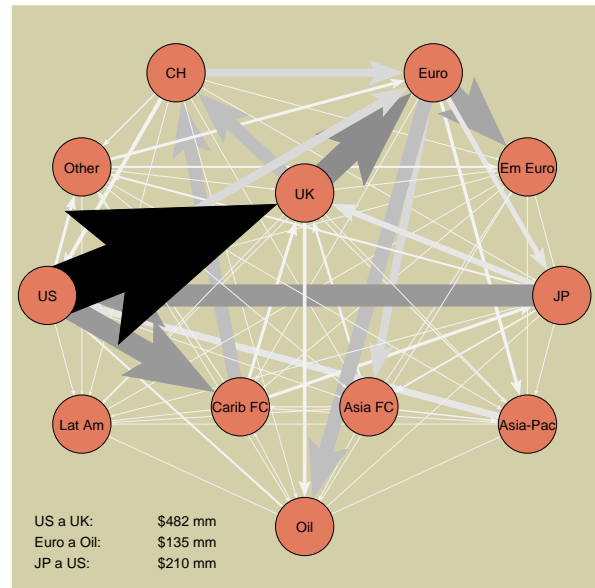
A diferencia de lo ocurrido en el caso del par Estados Unidos-Reino Unido, el flujo neto de fondos entre Japón y Estados Unidos no ha cambiado de dirección en su conjunto. A lo largo de la crisis, los bancos de Japón han continuado canalizando fondos hacia las entidades no bancarias de Estados Unidos (línea azul del panel inferior central). Al mismo tiempo, los flujos interbancarios invirtieron su dirección (línea roja) conforme los bancos japoneses transferían un total neto de 120.000 millones de dólares hacia sus oficinas estadounidenses desde el inicio de la crisis. Las estadísticas bancarias consolidadas del BPI (en términos de prestatario inmediato) muestran que las posiciones en dólares estadounidenses frente a residentes en Estados Unidos contabilizadas por las oficinas de bancos japoneses en ese país se incrementaron en una cantidad similar, en parte como reflejo del incremento de activos frente al sector público estadounidense⁶.

Flujos netos de fondos a través del sistema bancario internacional¹

Flujos netos acumulados T1 2006–T2 2007

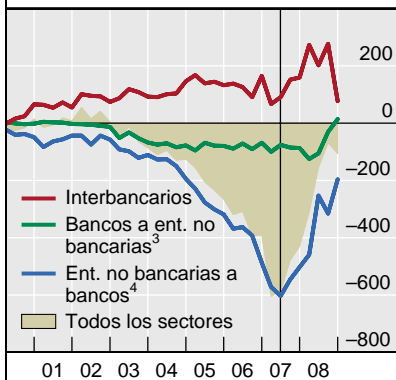


Flujos netos acumulados T3 2007–T4 2008

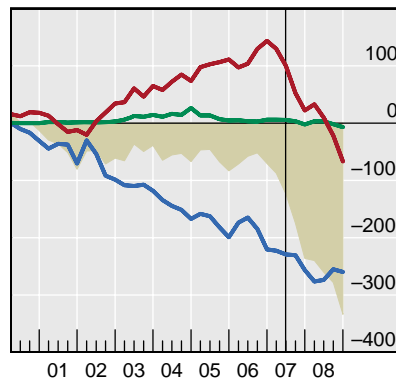


Flujos netos acumulados, por sector de la contraparte²

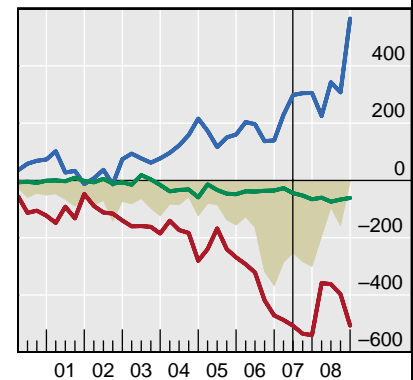
De US a UK



De US a JP



De US a Carib FC



Asia FC = centros financieros de Asia (Hong Kong RAE, Macao y Singapur); Asia-Pac = China, Corea, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Pakistán, Tailandia y el Taipei chino; Carib FC = centros financieros del Caribe (Antillas Neerlandesas, Aruba, Bahamas, Bermuda, Islas Caimán y Panamá); CH = Suiza; Em Euro = economías emergentes de Europa (Bulgaria, Chipre, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Malta, Polonia, República Checa, Rumania, Turquía y Ucrania); Euro = zona del euro, excluidos Chipre, Eslovaquia, Eslovenia y Malta; JP = Japón; Lat Am = América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú); Oil = países miembros de la OPEP (excluido Indonesia) más Rusia; Other = otros (Australia, Canadá, Dinamarca, Noruega, Nueva Zelandia y Suecia); UK = Reino Unido, Guernsey, Isle of Man y Jersey; US = Estados Unidos.

¹ Flujos ajustados por los tipos de cambio, expresados a tipos de cambio constantes a finales del cuarto trimestre de 2008. El grosor de una flecha es proporcional al volumen de flujos bancarios netos entre países/grupos, y es comparable entre paneles. Una flecha apunta desde A a B si los flujos netos en esa dirección son positivos, calculados como la variación de los activos interbancarios netos (activos menos pasivos) de bancos en A frente a bancos en B, más los activos netos de bancos en A frente a entidades no bancarias en B, menos los activos netos de bancos en B frente a entidades no bancarias en A (este último componente no se incluye si B no es un país declarante.) Véase «Tracking international bank flows», *BIS Quarterly Review*, diciembre de 2006. ² Flujos acumulados desglosados por sector de la contraparte. Flujos positivos (negativos) indican fondos procedentes de (recibidos por) residentes de Estados Unidos. La línea vertical negra indica el comienzo aproximado de la crisis financiera (finales del segundo trimestre de 2007). ³ Flujos netos acumulados desde bancos de Estados Unidos hacia entidades no bancarias del país en el título del panel. ⁴ Flujos netos acumulados desde entidades no bancarias del Estados Unidos hacia bancos del país en el título del panel.

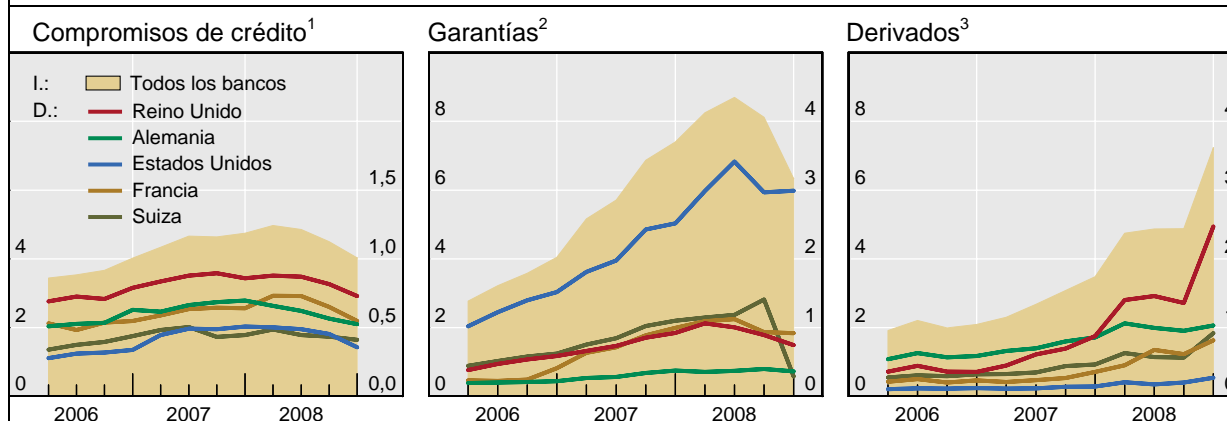
Fuente: estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia.

Gráfico A

⁵ Las estadísticas bancarias consolidadas (en términos de riesgo último) muestran que las oficinas de los bancos japoneses en Estados Unidos contabilizaron 45.000 millones de dólares de los 60.000 millones en que se cifra el aumento de los activos internacionales de la banca nipona frente al sector público de Estados Unidos durante el cuarto trimestre de 2008.

Posiciones contingentes

En billones de dólares de EEUU



¹ Compromisos de crédito, pendientes de utilizar, contabilizados por bancos con sede en los países de la leyenda. ² Garantías otorgadas, incluida protección crediticia a través de la venta de derivados. ³ Contratos comprados, contabilizados a su valor positivo de mercado.

Fuente: estadísticas bancarias consolidadas del BPI (en términos de riesgo último).

Gráfico 5

hasta 6,3 billones de dólares (véase el panel central del Gráfico 5). Pese a que los efectos del tipo de cambio exageran el alcance de esta contracción, ésta ciertamente indica que los bancos internacionales en general, y los italianos y suizos en particular, redujeron sus pasivos contingentes resultantes de impagos de terceros, especialmente frente a entidades británicas y estadounidenses.

Fuerte aumento de de las posiciones en derivados, como reflejo de la volatilidad del mercado

En contraste con lo anterior, el valor de mercado de las posiciones en derivados de los bancos se incrementó ostensiblemente en el cuarto trimestre de 2008, como consecuencia de las variaciones en las tasas de interés y de una mayor volatilidad de los mercados y los tipos de cambio. Los bancos, especialmente holandeses, suizos y británicos, declararon un notable incremento del 47% (2,3 billones de dólares) en el valor positivo de mercado de sus tenencias de derivados (véase el panel derecho del Gráfico 5). Esta evolución refleja el grado en que tales posiciones se desplazaron «hacia el dinero» («*into the money*») tras los recortes coordinados de las tasas de interés durante el trimestre, así como las variaciones de los tipos de cambio y el incremento generalizado de la volatilidad en todos los mercados de activos.

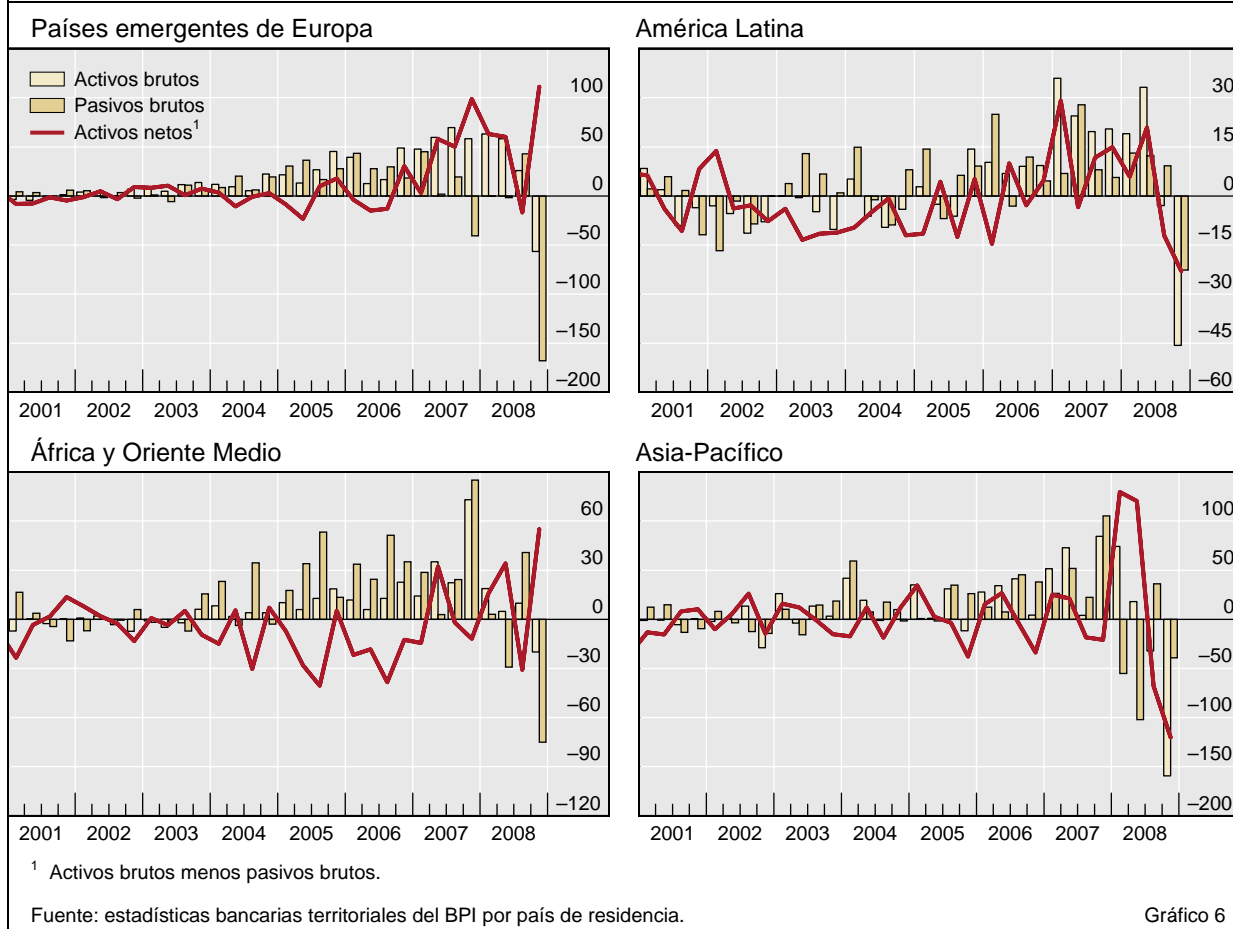
Los mercados emergentes se resienten

Pronunciada caída del crédito transfronterizo...

El crédito transfronterizo a mercados emergentes dio claras muestras de tensión en el cuarto trimestre de 2008, pese a que la operativa local de los bancos permaneció relativamente estable. Los activos transfronterizos de los bancos declarantes (estadísticas bancarias territoriales) se redujeron en una cuantía excepcional de 282.000 millones de dólares (-10%), registrándose por vez primera disminuciones significativas de los activos frente a las cuatro regiones emergentes (véase el Gráfico 6). La mayor contracción correspondió al crédito transfronterizo a prestatarios de Asia-Pacífico (159.000 millones de dólares o un 18%, aproximadamente la mitad de la caída porcentual acumulada durante la crisis asiática). Los préstamos transfronterizos

Cambios en las posiciones transfronterizas frente a mercados emergentes

En miles de millones de dólares de EEUU



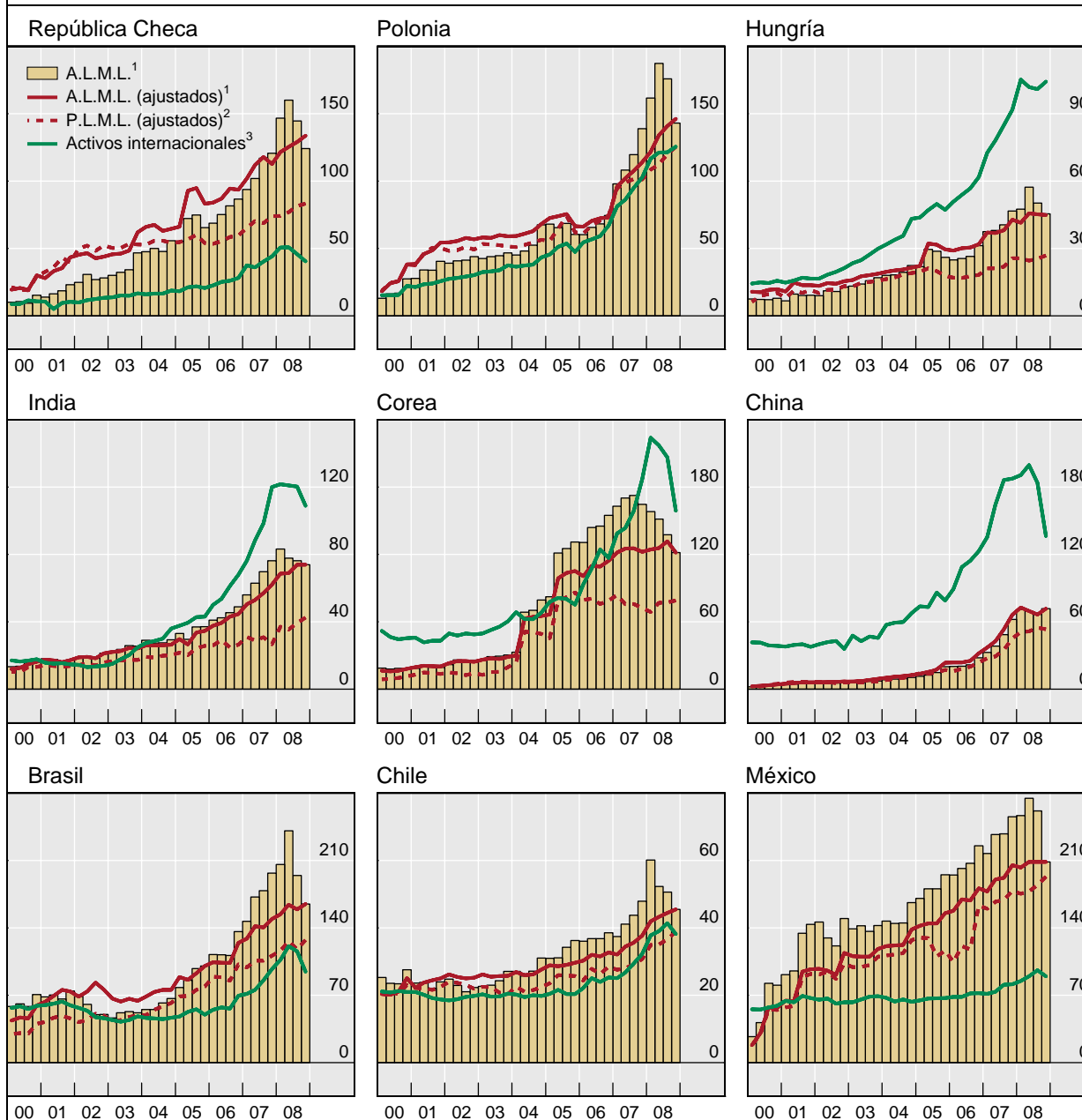
concedidos por los bancos a los países emergentes de Europa también se redujeron, básicamente como consecuencia del retroceso del crédito a Rusia, Turquía y, en menor medida, Polonia. La retirada por parte de residentes en muchos mercados emergentes de sus depósitos en bancos declarantes al BPI (-194.000 millones de dólares) compensó la disminución de los préstamos concedidos, dando como resultado un flujo de entrada neto hacia los mercados emergentes (+23.000 millones de dólares).

El seguimiento de los cambios en las posiciones de los bancos *frente al exterior*, que incluyen sus posiciones locales, resulta más difícil en el caso de los mercados emergentes, debido a las significativas fluctuaciones de los tipos de cambio en muchos de esos mercados durante el trimestre. Las estadísticas bancarias consolidadas del BPI indican que los activos internacionales (no ajustados) frente a economías emergentes disminuyeron en 268.000 millones de dólares (10%) en el cuarto trimestre⁹. Teniendo en cuenta el conjunto de las economías emergentes, casi un 80% de esa caída obedeció a una reducción

⁹ En las estadísticas territoriales del BPI, los activos transfronterizos se desglosan por monedas y, en consecuencia, pueden corregirse de efectos de valoración relacionados con las fluctuaciones de los tipos de cambio. En cambio, las estadísticas bancarias consolidadas del BPI no incluyen un desglose de los activos internacionales por monedas.

Activos internacionales y locales en monedas locales, por país prestatario

En miles de millones de dólares de EEUU



¹ «Activos locales en moneda local», es decir, activos en moneda local de sucursales extranjeras de bancos declarantes frente a los residentes en el país de acogida. Las barras muestran los activos declarados, mientras la línea roja representa los activos ajustados por variaciones del tipo de cambio. ² «Pasivos locales en moneda local», ajustados por variaciones del tipo de cambio. ³ Los activos internacionales incluyen los activos transfronterizos en todas las monedas y los activos locales en divisas contabilizados por sucursales extranjeras de bancos declarantes frente a residentes en el país de acogida; estos activos no se ajustan por variaciones del tipo de cambio ya que no se dispone de un desglose por moneda.

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

Gráfico 7

de los activos a corto plazo (con vencimiento residual igual o inferior a un año) de los bancos declarantes, rebajando al 44% la participación de los activos a corto plazo sobre el total de activos en circulación. Los activos internacionales frente a la región de Asia-Pacífico, gran parte de los cuales están denominados en dólares estadounidenses, se redujeron en 155.000 millones

de dólares, principalmente frente a prestatarios de China y Corea (véase el Gráfico 7). En cambio, el grueso del crédito bancario internacional a los países emergentes europeos se denomina en euros, de modo que la contracción de 45.000 millones de dólares en los activos internacionales declarada por los bancos exagera la verdadera magnitud de la reducción. Una simple corrección ponderando con arreglo a la participación de las diversas monedas en las posiciones transfronterizas de los bancos sugiere que las variaciones de los tipos de cambio pueden haber ocultado una pequeña expansión de los activos internacionales frente a los países europeos emergentes.

En fuerte contraste con la evolución de los activos transfronterizos, las posiciones locales de los bancos contabilizadas por sus oficinas en mercados emergentes se han mantenido estables durante la crisis (véase el Gráfico 7). De hecho, a tipos de cambio constantes, los activos locales en moneda local de los bancos declarantes continuaron creciendo en numerosas economías emergentes. Los activos locales en moneda local suelen financiarse localmente, pudiendo así ser más estables que los activos transfronterizos (o que los activos locales en divisas), que por lo general se financian fuera del país prestatario. Los activos locales en moneda local ahora representan un porcentaje más elevado (57%) del total de activos exteriores frente a economías emergentes que a finales de 2007 (55%).

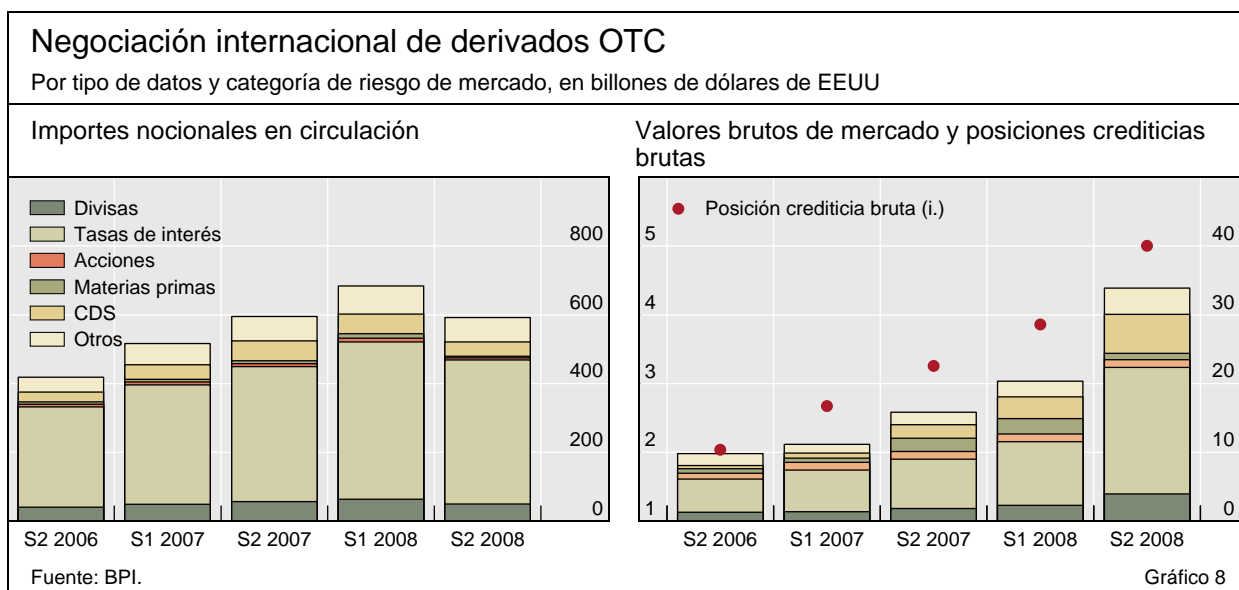
... mientras las posiciones locales permanecen estables

Mercados de derivados

Derivados extrabursátiles (OTC)

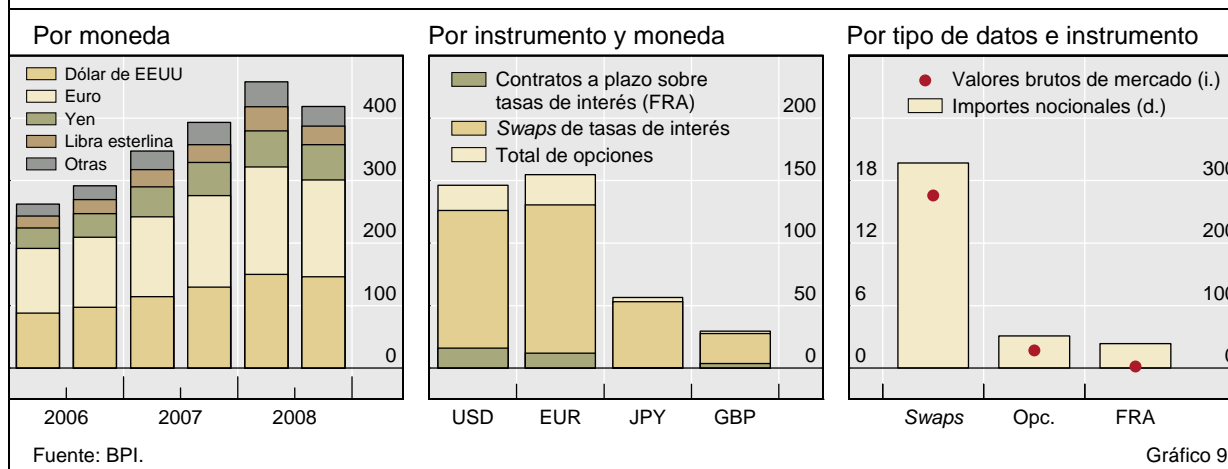
En la segunda mitad de 2008, la crisis financiera conllevó un descenso de los importes nacionales de derivados extrabursátiles (OTC) en circulación, hasta 592 billones de dólares a finales de año (véase el panel izquierdo del Gráfico 8), lo que indica una reducción en la actividad del mercado. Ésta es la primera caída registrada desde que comenzaron a recabarse datos en 1998. De hecho, tanto los mercados de derivados sobre divisas como sobre tasas de

La crisis conlleva menores importes nacionales en circulación...



Derivados sobre tasas de interés

En billones de dólares de EEUU



interés registraron sus primeras contracciones significativas. En un contexto de profundas tensiones en los mercados crediticios y esfuerzos por mejorar la compensación multilateral de contratos, los mercados de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) continuaron contrayéndose, con caídas de los volúmenes en circulación superiores al 25%. Ante descensos significativos de los precios, los derivados sobre materias primas y acciones en circulación también registraron una notable disminución.

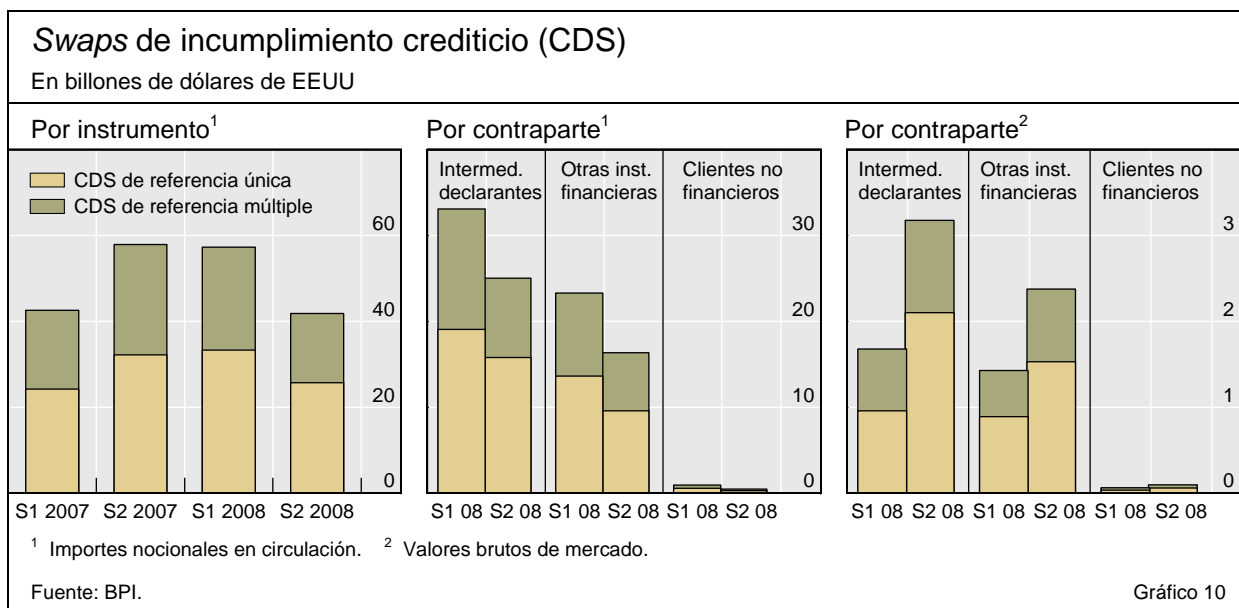
... y valores de mercado considerablemente más elevados

No obstante, pese a los menores volúmenes en circulación, las reseñables oscilaciones de los precios dieron como resultado valores brutos de mercado ostensiblemente más elevados, elevándose hasta 34 billones de dólares a finales de 2008 (véase el panel derecho del Gráfico 8). Los valores brutos de mercado, que miden el coste de reposición de todos los contratos existentes, pueden utilizarse para calcular las exposiciones al riesgo relacionadas con derivados. Los valores de mercado más elevados también quedaron reflejados en los costes brutos de reposición tras tener en cuenta los acuerdos bilaterales de compensación, lo que también se conoce como valor bruto de las exposiciones crediticias, que se incrementó en casi un tercio hasta alcanzar los 5 billones de dólares.

El mercado de derivados sobre tasas de interés se contrajo por vez primera en el segundo semestre de 2008, al caer los importes notacionales en circulación hasta los 419 billones de dólares (véase el Gráfico 9). Ahora bien, las tasas de interés decrecientes provocaron que el valor bruto de mercado casi se duplicara. El valor bruto de mercado de los *swaps* de tasas de interés, sin duda el mayor segmento del mercado, alcanzó los 17 billones de dólares. El incremento más significativo tuvo lugar en el mercado de *swaps* en dólares estadounidenses, donde el valor bruto de mercado casi se triplicó.

Las tensiones en los mercados crediticios y la compensación de posiciones...

Los volúmenes de contratos de CDS en circulación se redujeron hasta los 42 billones de dólares en un contexto de profundas tensiones en los mercados crediticios y creciente compensación multilateral de posiciones por parte de los participantes en el mercado. Esta evolución dio continuidad a un proceso



iniciado en el primer semestre de 2008. Los contratos de referencia única en circulación descendieron hasta los 26 billones de dólares, mientras los de referencia múltiple, incluidos los índices de CDS y de CDS por tramos, registraban un retroceso más acusado, hasta los 16 billones de dólares (véase el panel izquierdo del Gráfico 10). La composición de la actividad del mercado en función de las contrapartes intervinientes también varió en la segunda mitad de 2008. Los contratos entre intermediarios y otras instituciones financieras en circulación, así como entre intermediarios e instituciones no financieras, experimentaron fuertes caídas en comparación con lo ocurrido en el mercado entre intermediarios (véase el panel central del Gráfico 10). Pese a los menores volúmenes en circulación, el valor bruto de mercado de los contratos de CDS también creció de forma significativa como resultado de la inestabilidad en los mercados crediticios (véase el panel derecho del Gráfico 10).

... inducen una caída de los contratos de CDS en circulación

Los importes nominales de derivados sobre divisas en circulación se redujeron hasta los 50 billones de dólares, mientras su valor bruto de mercado aumentaba hasta los 4 billones. El dólar y el euro continuaron siendo las principales monedas de contratación, seguidas del yen y la libra esterlina.

Los volúmenes de derivados sobre materias primas en circulación disminuyeron en dos tercios, hasta los 4,4 billones de dólares. Los continuos descensos de los precios de las materias primas durante el segundo semestre de 2008 tuvieron también un notable impacto sobre el valor bruto de mercado de los contratos sobre materias primas, que cayó hasta 1 billón de dólares.

Los derivados sobre acciones en circulación se redujeron hasta 6 billones de dólares, un nivel muy por debajo del de años recientes y que supone un destacable cambio de ritmo respecto del incremento de la primera mitad de 2008. Como reflejo de la disminución de las posiciones abiertas y de unos precios de las acciones ostensiblemente más bajos, los valores brutos de mercado de los derivados sobre acciones en circulación tan sólo experimentaron un moderado descenso.

Derivados negociados en bolsa

El volumen de contratación continúa en descenso

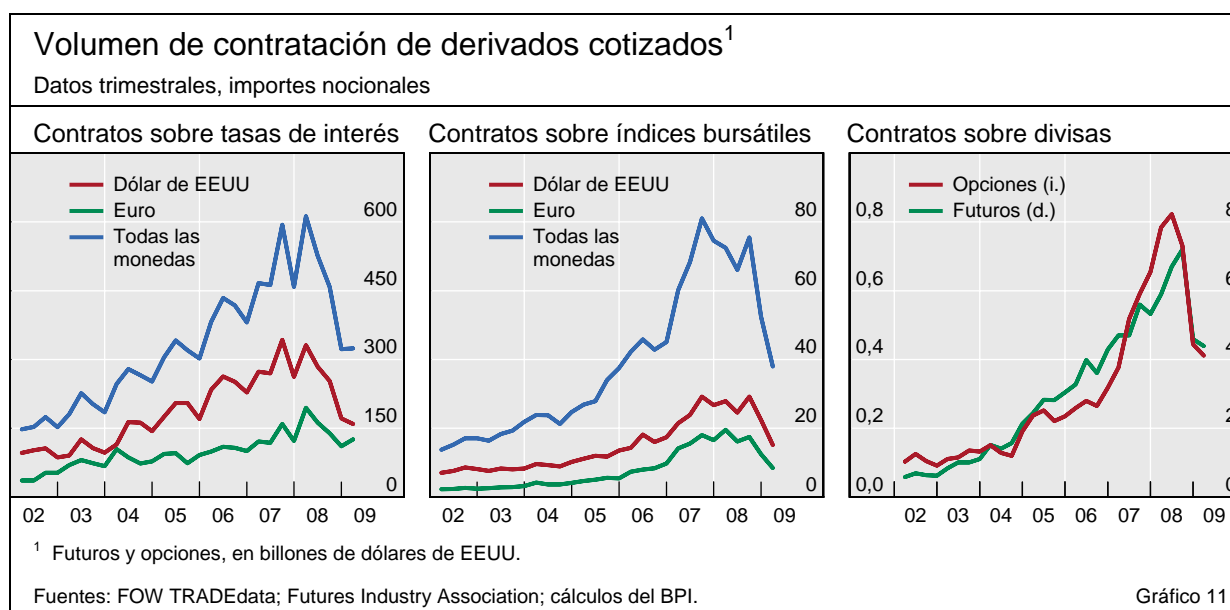
En el primer trimestre de 2009 se produjo un continuo, aunque limitado, descenso de la actividad en los mercados internacionales de derivados (véase el Gráfico 11). El volumen total de contratación basado en los importes nacionales volvió a caer, hasta 367 billones de dólares, desde los 380 billones del trimestre anterior¹⁰. Sin embargo, en consonancia con una gradual recuperación del apetito por el riesgo, la actividad comenzó a incrementarse, en tasa intermensual, hacia finales del trimestre.

La contratación total de derivados sobre tasas de interés permaneció básicamente estable respecto al trimestre anterior en un nivel de 324 billones de dólares (véase el panel izquierdo del Gráfico 11). Sin embargo, la moderada variación de la contratación total esconde diferencias entre regiones, con notables caídas de la negociación en Norteamérica y aumentos en Europa.

A diferencia de lo ocurrido en los mercados de derivados sobre tasas de interés, el volumen de contratación de derivados sobre acciones se redujo para todos los tipos de contratos y todas las principales monedas, incluido el euro. En medio de una situación de crecimiento económico negativo e incertidumbre respecto a la recuperación del mismo, la actividad en el segmento de derivados sobre índices bursátiles se contrajo de modo significativo hasta los 38 billones de dólares (véase el panel central del Gráfico 11).

Aumenta la contratación de futuros en AUD y NZD al reanudarse las operaciones de carry trade

La negociación de derivados sobre divisas mantuvo también su trayectoria descendente (véase el panel derecho del Gráfico 11). La reducción de la actividad en las principales monedas recayó especialmente en el yen y el dólar estadounidense. La contratación de futuros en dólares australianos y



¹⁰ La revisión de los datos del cuarto trimestre de 2008 sobre importes nacionales en circulación y volumen de contratación ha dado como resultado un descenso de la mayoría de las cifras, en comparación con los datos publicados en el Informe Trimestral del BPI de marzo de 2009.

neozelandeses, posiblemente impulsada por un interés renovado en las operaciones de *carry trade* en divisas, aumentó sustancialmente en relación con el trimestre anterior.

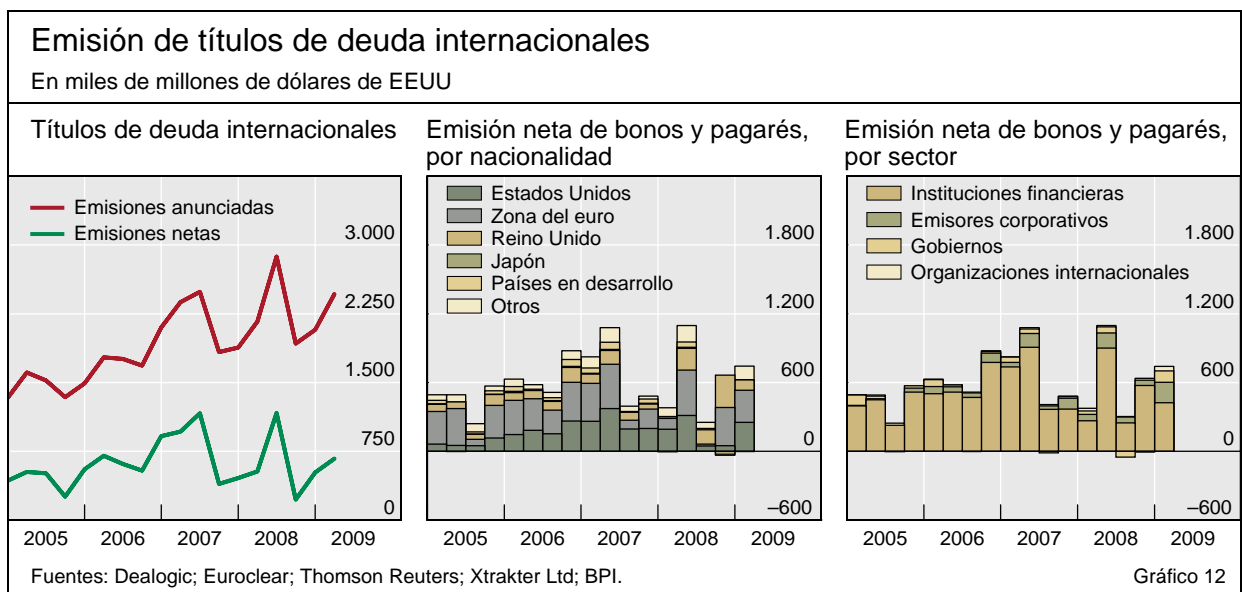
El mercado internacional de títulos de deuda

Como reflejo de una gradual recuperación de la confianza en los mercados crediticios, el endeudamiento a través de la emisión internacional de títulos de deuda se incrementó en el primer trimestre de 2009. En un contexto de significativa emisión bruta, la neta aumentó hasta los 670.000 millones de dólares, desde los 519.000 millones del cuarto trimestre de 2008 (véase el panel izquierdo del Gráfico 12). La emisión neta de bonos y pagarés aumentó en un 17% hasta los 740.000 millones de dólares, mientras el endeudamiento en el mercado monetario seguía en cifras negativas, con unas amortizaciones netas de 71.000 millones.

Mayores emisiones a medida que se recupera la confianza

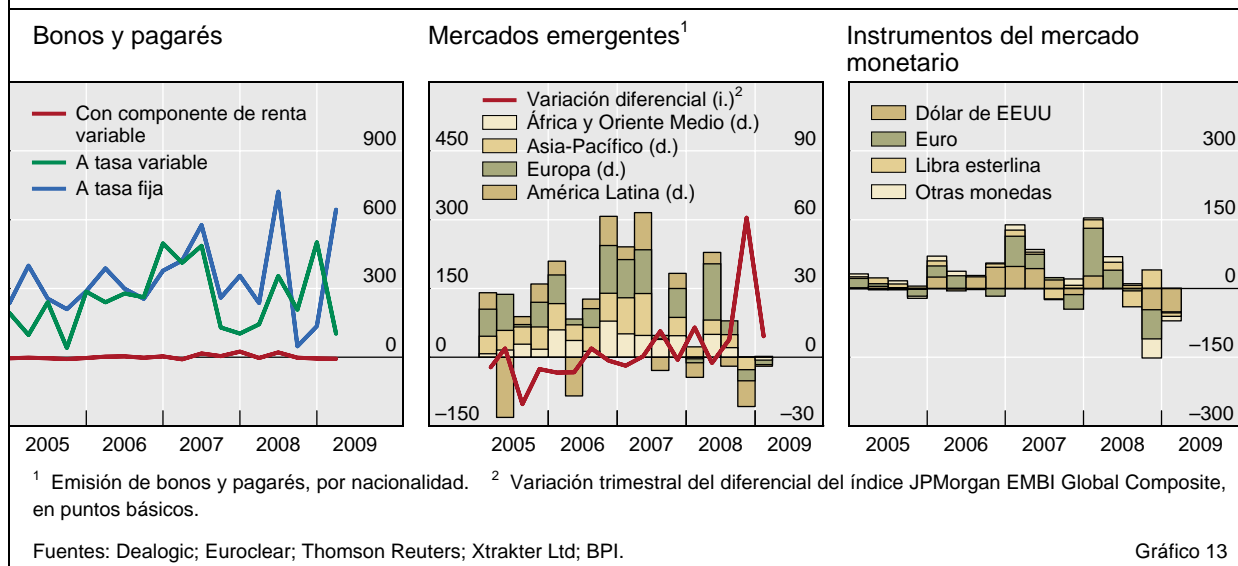
Por nacionalidades, el endeudamiento a través de bonos y pagarés estuvo dominado por Estados Unidos (véase el panel central del Gráfico 12), como consecuencia de un vigoroso incremento hasta los 252.000 millones de dólares tras una emisión muy limitada durante trimestres anteriores. En cambio, el Reino Unido vio como la emisión neta se reducía de 285.000 a 90.000 millones de dólares. Estas pautas también se reflejaron en la composición de la emisión por monedas. Así, las emisiones denominadas en dólares estadounidenses crecieron de forma acusada hasta los 344.000 millones de dólares, desde los 61.000 millones del trimestre anterior. En contraste, la emisión neta en libras esterlinas se redujo desde 234.000 a 104.000 millones de dólares. El endeudamiento en euros disminuyó hasta los 279.000 millones de dólares, desde los 344.000 millones del cuarto trimestre de 2008. En cuanto al yen, se produjeron amortizaciones netas por valor de 8.000 millones de dólares.

Vigoroso aumento del endeudamiento de Estados Unidos...



Emisión de títulos de deuda internacionales

Emisión neta, en miles de millones de dólares de EEUU



... conforme los emisores corporativos vuelven al mercado

Por sectores, el mayor incremento relativo del endeudamiento correspondió a los gobiernos, al crecer hasta 98.000 millones en el primer trimestre del año, desde los -6.000 millones del trimestre anterior (véase el panel derecho del Gráfico 12). Entre los gobiernos europeos, los más activos fueron España, Finlandia, Grecia e Irlanda, aunque las autoridades de otros países europeos, como Austria, Bélgica, Dinamarca y Portugal, también acudieron a los mercados. El endeudamiento de las empresas aumentó sustancialmente, pasando de 45.000 a 179.000 millones de dólares. En concreto, las sociedades estadounidenses realizaron emisiones por valor de 119.000 millones de dólares, frente a los 48.000 millones del trimestre anterior.

El endeudamiento de las instituciones financieras, pese al continuo apoyo de los programas de avales públicos, disminuyó de 575.000 a 423.000 millones de dólares. Tras las sustanciales emisiones de cédulas hipotecarias del trimestre anterior, la emisión neta de las instituciones financieras se contrajo significativamente en Alemania, Italia y el Reino Unido. La emisión neta de las organizaciones internacionales creció hasta los 40.000 millones de dólares, como resultado de una emisión bruta de 62.000 millones de dólares y de amortizaciones por valor de 22.000 millones, tras los limitados importes de trimestres precedentes. Los principales emisores fueron el Banco Europeo de Inversiones y el Banco Mundial.

Predominio de la deuda a interés fijo

Con una emisión total de bonos y pagarés dominada por los productos a interés fijo, se observó también un notable desplazamiento de las pautas de endeudamiento frente a las del trimestre anterior, desde tasas de interés variables hacia tasas de interés fijas (véase el panel izquierdo del Gráfico 13). De hecho, los emisores del sector público y del sector empresarial amortizaron deuda a tasas variables y simultáneamente se endeudaron a tasas fijas. Esta evolución es consistente con el deseo de los emisores de ampararse en las reducidas tasas de interés existentes y contrasta con lo acaecido en el trimestre anterior en el que el 80% de la financiación fue a tasas variables.

Pese a la mayor estabilidad de los mercados crediticios, las economías emergentes todavía realizaron amortizaciones netas por valor de 4.000 millones de dólares en bonos y pagarés durante el primer trimestre de 2009, tras haber amortizado 22.000 millones netos en el anterior (véase el panel central del Gráfico 13). Tanto Indonesia como Corea fueron destacados emisores netos. El gobierno indonesio realizó emisiones por valor de 3.000 millones de dólares, 1.000 millones en el segmento a cinco años y 2.000 millones en el segmento a 10 años. En cuanto a Corea, la emisión neta positiva básicamente respondió a dos emisiones de bonos por valor de 2.000 millones de dólares por parte del Banco de Exportaciones e Importaciones de Corea y el Banco de Desarrollo de Corea.

Las economías emergentes continúan amortizando deuda...

El endeudamiento a través de instrumentos del mercado monetario internacional —que incluyen pagarés de empresa denominados en una moneda distinta a la del emisor y otros instrumentos a corto plazo como certificados de depósito—, continuó en descenso. Las amortizaciones netas en el mercado monetario ascendieron a 71.000 millones de dólares en el primer trimestre, frente a los 111.000 millones del anterior (véase el panel derecho del Gráfico 13). Por monedas, las mayores amortizaciones netas correspondieron a los segmentos del dólar estadounidense y de la libra esterlina. En cambio, se registraron emisiones netas de pagarés de empresa denominados en euros y yenes y de instrumentos del mercado monetario denominados en francos suizos. En lo que a otros instrumentos del mercado monetario respecta, sólo los organismos internacionales fueron emisores netos.

... mientras persiste la contracción de los mercados monetarios