

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 *segundo trimestre* de 2009, mientras que para los mercados internacionales de títulos de deuda y derivados negociados en bolsa se utilizan datos del *tercer trimestre* de 2009 y, en el caso de los derivados extrabursátiles, los del *primer semestre* de 2009. El análisis de las estadísticas de BPI se complementa con dos recuadros: el primero analiza el crédito bancario en China y el segundo compara los datos del BPI sobre derivados extrabursátiles con los de Deposit Trust & Clearing Corporation.

El mercado bancario internacional

Los balances bancarios internacionales continuaron contrayéndose durante el segundo trimestre de 2009, aunque a un ritmo mucho menor que en los seis meses anteriores. La caída por valor de 477.000 millones de los activos internacionales brutos de los bancos declarantes al BPI, pese a ser considerablemente inferior a la de los dos trimestres anteriores (1,1 y 1,9 billones de dólares respectivamente), fue la cuarta más pronunciada de la última década (véase el panel izquierdo del Gráfico 1). Esta contracción se debió en su totalidad a la disminución de los activos interbancarios (481.000 millones de dólares). En cambio, los activos internacionales frente al sector no bancario se incrementaron ligeramente (en 4.000 millones de dólares). Los préstamos transfronterizos concedidos por los bancos declarantes a prestatarios de economías emergentes también dieron muestras de estabilizarse, mientras que sus posiciones locales en moneda local frente a muchos países se contrajeron por primera vez desde el comienzo de la crisis.

¹ Cualquier consulta sobre las estadísticas bancarias debe dirigirse a Stefan Avdjiev, las relativas a derivados a Jacob Gyntelberg y aquellas sobre títulos internacionales de deuda a Christian Upper.

La contracción de los balances internacionales se ralentiza

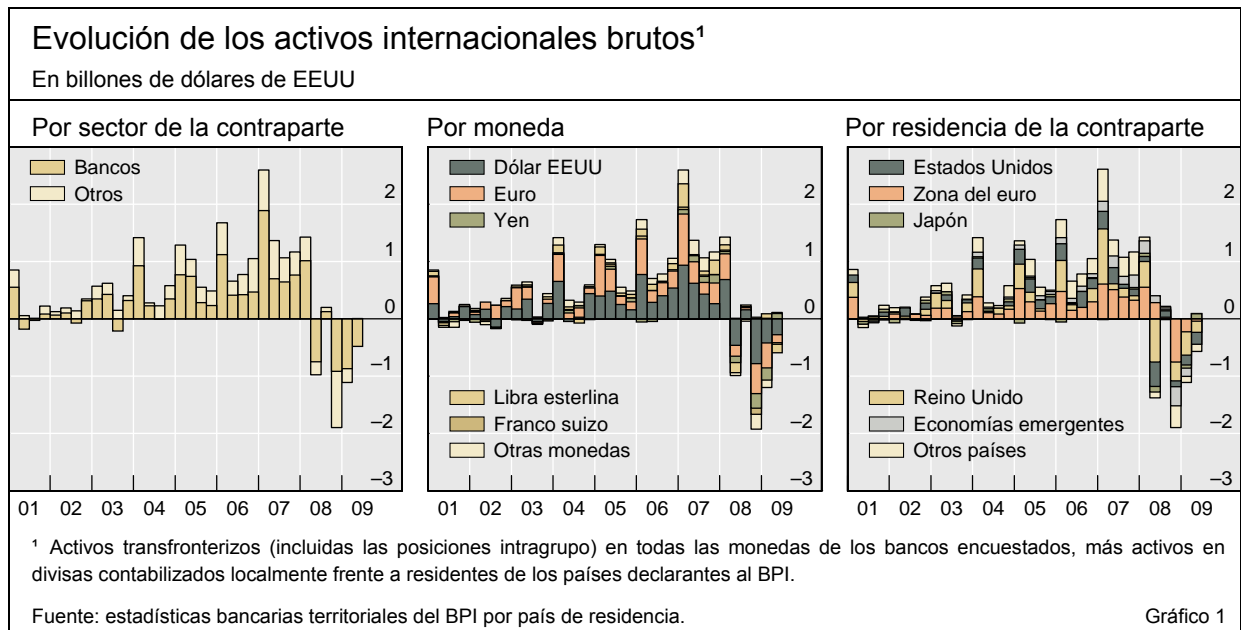
Buena parte (58%) de la contracción general de los activos internacionales se debió a la disminución de las posiciones denominadas en dólares estadounidenses (véase el panel central del Gráfico 1) por valor de 278.000 millones de dólares, aunque esta caída fue sensiblemente inferior a la registrada en los dos trimestres anteriores. Los activos en dólares frente a entidades bancarias siguieron disminuyendo, concretamente en 311.000 millones de dólares, mientras que frente a entidades no bancarias aumentaron ligeramente (en 34.000 millones de dólares) tras dos trimestres consecutivos en descenso. Mientras tanto, el total de activos denominados en yenes creció (en 92.000 millones) por primera vez desde el tercer trimestre de 2008.

Los activos frente a residentes de Estados Unidos y el Reino Unido fueron los que experimentaron las mayores caídas durante el trimestre, en 211.000 y 195.000 millones de dólares respectivamente (véase el panel derecho del Gráfico 1). Ambas reducciones se debieron en su mayor parte a la disminución de los activos frente a entidades bancarias (219.000 y 167.000 millones de dólares respectivamente). Entre tanto, los activos frente a entidades no bancarias de Estados Unidos crecieron moderadamente (en 8.000 millones) por primera vez desde el tercer trimestre de 2008, mientras que frente a las del Reino Unido disminuyeron (en 28.000 millones de dólares) por quinto trimestre consecutivo, si bien a un ritmo mucho más lento que en los cuatro trimestres anteriores.

Los activos frente a residentes de EEUU y el Reino Unido siguen contrayéndose

Carteras en dólares de bancos no estadounidenses

Las carteras en dólares estadounidenses de muchos bancos han cambiado significativamente desde el comienzo de la crisis (es decir, desde el tercer trimestre de 2007). El Gráfico 2 muestra la composición de las posiciones consolidadas en dólares estadounidenses de nueve importantes sistemas



bancarios. La suma de las barras positivas (negativas) representa la estimación del total de activos (pasivos) denominados en dicha moneda para cada uno de los sistemas bancarios². A su vez, estas cantidades se desglosan en posiciones locales (barras verdes) y transfronterizas (barras marrones)³. La diferencia entre sus activos y pasivos brutos en una determinada moneda puede utilizarse como una aproximación a sus posiciones netas en *swaps* de divisas en dicha moneda (barras naranjas), asumiendo que sus posiciones en divisas abiertas registradas en balance son pequeñas⁴. Nótese que, pese a no contabilizarse en balance, la posición neta en *swaps* de divisas imputada puede considerarse como un activo o pasivo en dólares, dependiendo de si el sistema bancario ha prestado o tomado en préstamo dólares en el mercado de *swaps* de divisas.

Los activos en dólares de los bancos europeos han disminuido desde el comienzo de la crisis

Desde el estallido de la crisis, los sistemas bancarios europeos son los que han reducido en mayor medida sus posiciones en dólares estadounidenses. En varios casos (por ejemplo los bancos alemanes, británicos, holandeses y suizos), mantenían posiciones netas largas en dólares antes de la crisis. En general, las posiciones acreedoras en esta moneda por bancos no estadounidenses se mantenían principalmente frente a residentes de Estados Unidos (líneas rojas del Gráfico 2), en su mayoría frente al sector privado no bancario de este país⁵. En su conjunto, los activos de los citados sistemas bancarios frente a dicho sector se han reducido al menos en 968.000 millones de dólares (o un 15,2% de sus activos totales en dólares) desde el principio de la crisis, como reflejo de las depreciaciones contables de los activos, ventas de títulos y una menor concesión de préstamos. Al mismo tiempo, sus activos en dólares frente a residentes en países distintos de Estados Unidos han disminuido en tan sólo 241.000 millones de dólares (o un 3,8% del total de sus activos en dólares estadounidenses). En contraste con lo anterior, los sistemas bancarios que mantenían posiciones netas cortas en dólares en sus balances antes de la crisis (por ejemplo, los bancos belgas,

² Estas estimaciones se calculan combinando los datos de las estadísticas consolidadas del BPI (en base al prestatario inmediato) con el desglose por nacionalidad de las estadísticas bancarias territoriales de BPI. Véase *BIS Working Papers* n° 291 para saber más sobre los métodos utilizados.

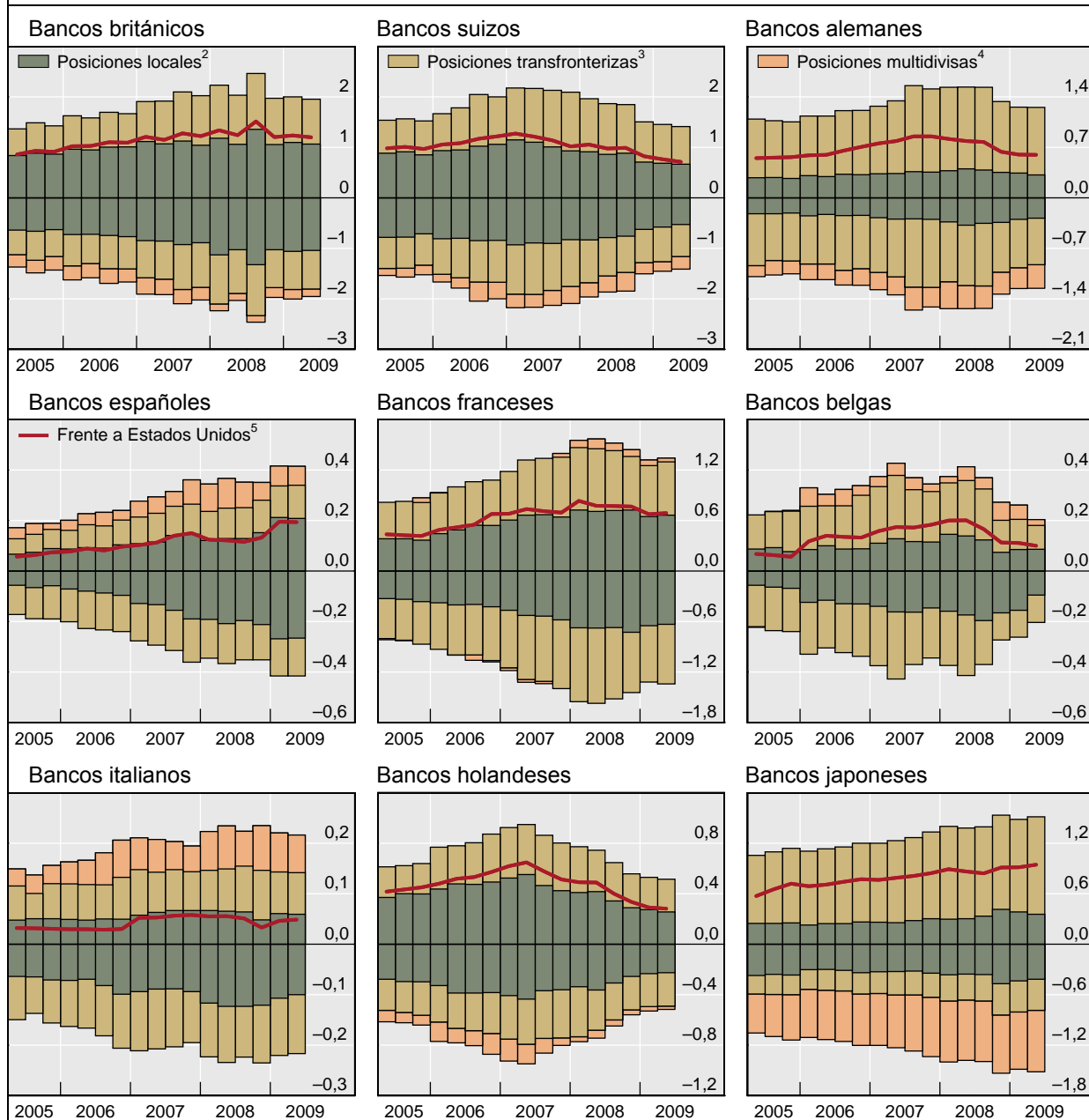
³ Las posiciones locales son las contabilizadas por una oficina bancaria frente a residentes en la jurisdicción donde se halla, mientras que las posiciones transfronterizas son las contabilizadas por una sucursal bancaria frente a residentes de otras jurisdicciones. Nótese que, mientras que para las primeras sí se conoce la residencia de las contrapartes, no ocurre así con las contrapartes de las posiciones transfronterizas.

⁴ Nótese que un sistema bancario que mantiene en balance una posición neta larga en dólares (es decir, con activos brutos en dólares superiores a sus pasivos brutos en esa moneda) realizaría un canje a dólares, mientras que un sistema bancario con una posición neta corta en dólares en balance (o sea, cuyos pasivos en dólares superen a sus activos en esa moneda) canjearía dólares.

⁵ Los activos frente al sector privado no bancario de Estados Unidos incluyen créditos a empresas, préstamos a *hedge funds* del país y carteras de productos estructurados emitidos por instituciones financieras no bancarias estadounidenses. Los bancos japoneses han invertido una parte significativa de su cartera en dólares (29%, la porción más alta entre todos los bancos declarantes) en títulos de deuda del Gobierno estadounidense.

Posiciones en dólares de los bancos declarantes, por país de la contraparte¹

Por sistema bancario, en billones de dólares de EEUU

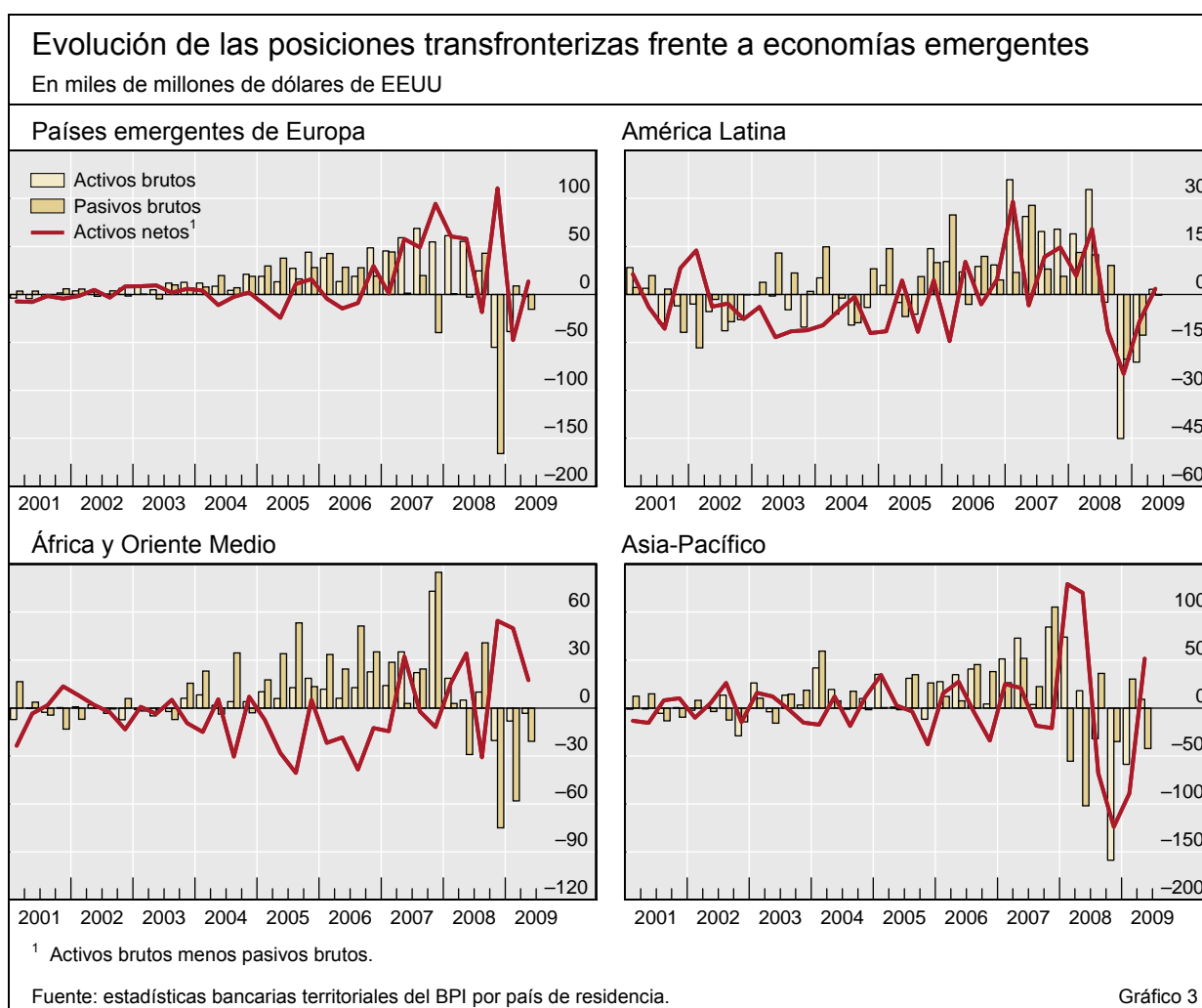


¹ Las barras positivas indican activos, las barras negativas, pasivos. ² Posiciones contabilizadas por una oficina bancaria frente a residentes en la jurisdicción donde se halla. ³ Posiciones contabilizadas por una oficina bancaria frente a residentes en otras jurisdicciones. ⁴ Financiación transfronteriza según moneda de presentación del balance (véase en *BIS Working Papers* n° 291 el método de estimación). ⁵ Activos exteriores de los bancos declarantes frente a Estados Unidos (a partir de las estadísticas bancarias consolidadas del BPI, en base al riesgo último). Se asume que dichos activos, que están desglosados por monedas, se denominan en dólares.

Fuentes: estadísticas bancarias consolidadas del BPI (en base al prestatario inmediato y al prestatario último); estadísticas bancarias territoriales del BPI por nacionalidad; cálculos del BPI. Gráfico 2

italianos y españoles) sólo habían invertido una pequeña parte de su cartera de dólares en el sector privado no bancario de Estados Unidos⁶. El total de sus activos en la moneda estadounidense se ha mantenido relativamente estable durante la crisis e incluso se ha incrementado en el caso de los bancos españoles.

El Gráfico 2 también resalta hasta qué punto diversos sistemas bancarios mantienen sus activos y pasivos transfronterizos en comparación con sus posiciones locales. Por ejemplo, los bancos británicos y españoles contabilizan localmente más de la mitad de sus activos en dólares, mientras que en los bancos alemanes, japoneses e italianos, esta proporción apenas representa una cuarta parte. Los bancos españoles y británicos también son los que detentan las proporciones más altas de pasivos contabilizados localmente (64% y 53% respectivamente), mientras que los alemanes (23%) y los japoneses (27%) son los que menos pasivos locales mantienen.



⁶ Los sistemas bancarios con posiciones netas cortas en dólares estadounidenses mantenían en promedio aproximadamente una cuarta parte de sus activos en dicha moneda frente al sector privado no bancario de Estados Unidos. En cambio, esa proporción ascendía a casi la mitad en el caso de los sistemas bancarios que mantenían posiciones netas largas en dicha moneda.

Los activos transfronterizos frente a economías emergentes se estabilizan

Tras una pronunciada caída durante los dos trimestres anteriores, los activos transfronterizos de los bancos declarantes frente a economías emergentes se estabilizaron en el segundo trimestre de 2009 (véase el Gráfico 3). El moderado incremento general de estos activos (5.300 millones de dólares) fue el primero desde el tercer trimestre de 2008. Los activos frente a residentes en Asia-Pacífico y América Latina y el Caribe crecieron (en 9.200 y 1.600 millones de dólares respectivamente), mientras que frente a los países emergentes de Europa, y África y Oriente Medio se contrajeron ligeramente (en 2.200 y 3.400 millones de dólares respectivamente). No obstante, estos retrocesos fueron notablemente inferiores a los de los dos trimestres anteriores.

Por economías, China (49.200 millones de dólares), Hong Kong RAE (46.800 millones) y Brasil (15.300 millones) recibieron las mayores entradas netas de fondos transfronterizos. Si bien la mayor parte de las entradas netas en Brasil se debieron a una expansión de los activos (8.500 millones de dólares), en el caso de China y Hong Kong RAE la razón casi exclusiva fue la reducción de los pasivos de los bancos declarantes frente a estas economías (-41.600 y -49.300 millones de dólares respectivamente). En el caso de China, las entradas de capital en el país se produjeron de la mano de una pronunciada expansión del crédito interno, tal y como se explica en el Recuadro 1 de la página 15.

Coincidiendo con los datos proporcionados por las estadísticas territoriales, las estadísticas bancarias consolidadas del BPI también apuntan a una recuperación del crédito internacional hacia economías emergentes (véase el Gráfico 4). En el segundo trimestre de 2009, los activos internacionales consolidados frente a ellas, que incluyen las posiciones transfronterizas y los créditos concedidos localmente en moneda extranjera, aumentaron por primera vez en cuatro trimestres (en 77.000 millones de dólares, un 3,3%)⁷. Los activos frente a las cuatro regiones emergentes se incrementaron, sobre todo frente a residentes de la región de Asia-Pacífico (41.000 millones de dólares, 5,5%) y los países emergentes de Europa (26.000 millones de dólares, 3,0%)⁸.

Por otro lado, las posiciones locales de los bancos declarantes en economías emergentes disminuyeron por primera vez desde que comenzara la crisis. Los activos y pasivos locales en moneda local, ajustados por la oscilación del tipo de cambio, se redujeron un 0,1% y 0,6% respectivamente. Los activos locales en moneda local, que por lo general se financian en el

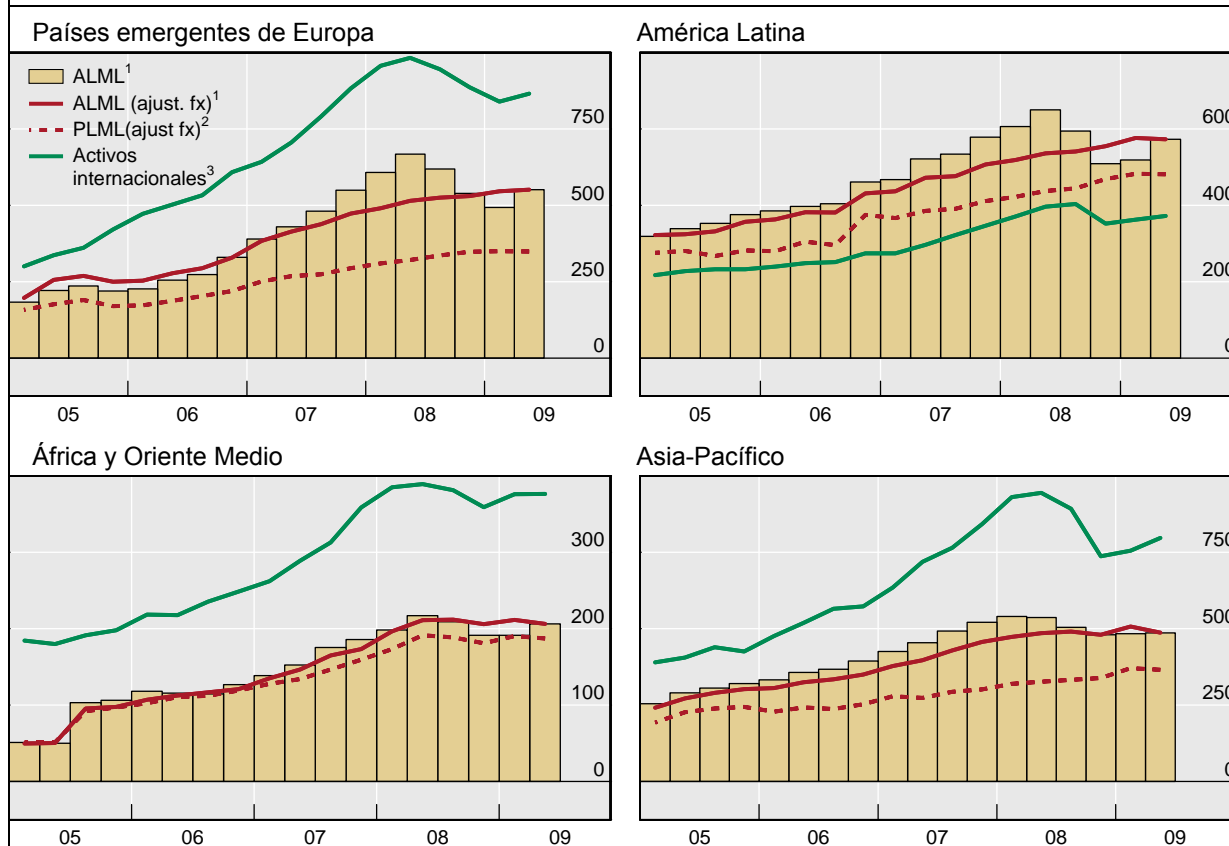
Caen las posiciones locales en mercados emergentes...

⁷ A diferencia de los activos en moneda local (donde por definición se conoce la moneda), los activos internacionales no pueden ajustarse por fluctuaciones del tipo de cambio al no disponerse de un desglose por monedas.

⁸ La mayor parte de los activos internacionales frente a Asia-Pacífico y América Latina y el Caribe suelen estar denominados en dólares estadounidenses, por lo que no están sujetos a grandes ajustes por tipo de cambio, mientras que los activos frente a las economías emergentes europeas están en su mayoría denominados en euros, de modo que les afectan las fluctuaciones del tipo de cambio. Suponiendo que todos los activos internacionales frente a las economías emergentes de Europa estén denominados en euros, un ajuste cambiario indicaría que dichas posiciones disminuyeron un 3,0%.

Activos exteriores, por región en desarrollo

En miles de millones de dólares de EEUU



¹ Activos locales en moneda local, es decir activos en moneda local contabilizados por sucursales en el extranjero de los bancos declarantes frente a residentes en el país de acogida. Las barras muestran los activos declarados y la línea roja continua representa los activos ajustados por variaciones del tipo de cambio. ² Pasivos locales en moneda local, ajustados por variaciones del tipo de cambio. ³ Incluyen los activos transfronterizos en todas las monedas y los activos locales en divisas contabilizados por sucursales en el extranjero 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 monedas.

Fuente: estadísticas bancarias consolidadas del BPI (en base al prestatario inmediato).

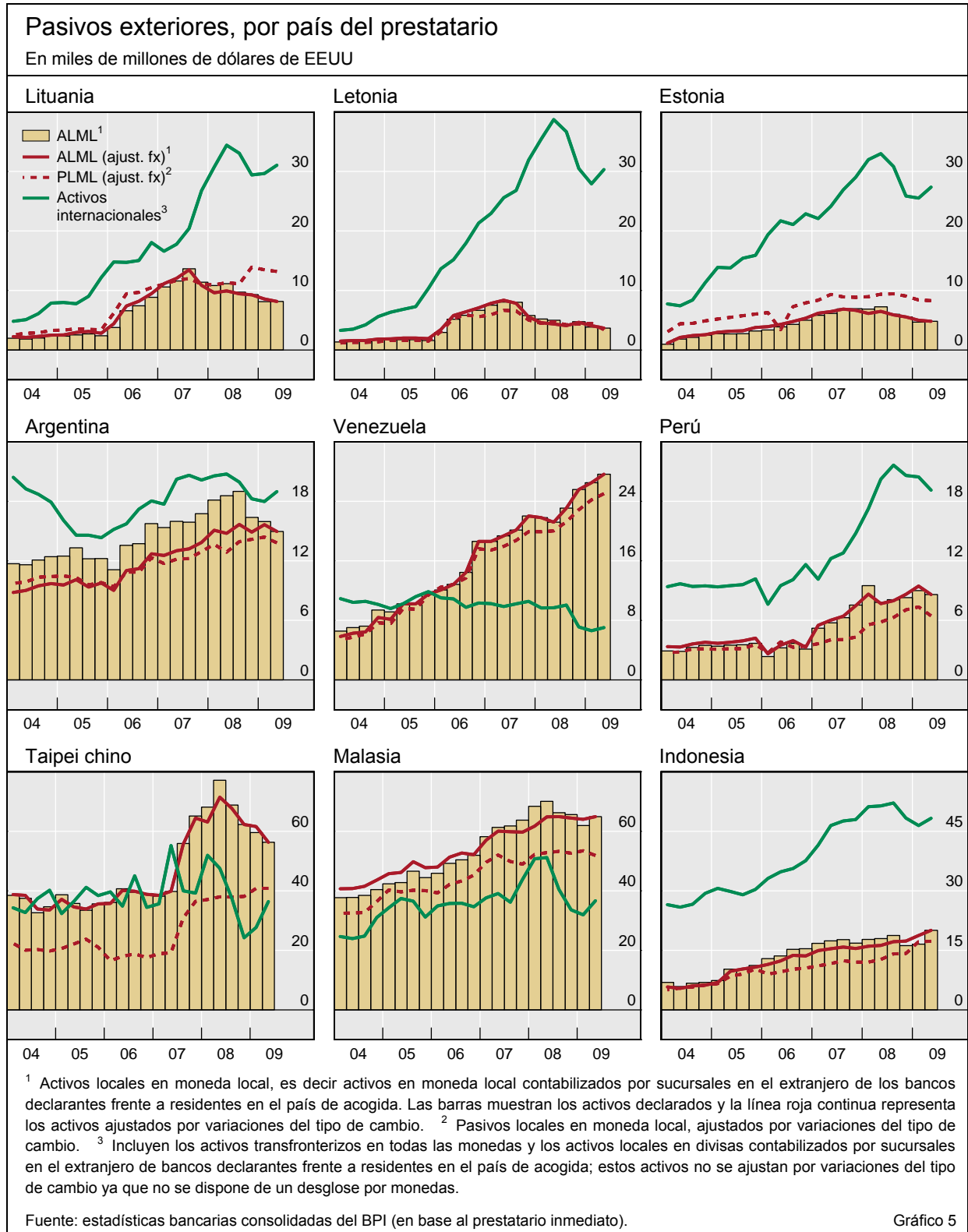
Gráfico 4

propio país y por tanto suelen ser más estables que los demás activos exteriores, disminuyeron en tres de las cuatro regiones emergentes (Asia-Pacífico, América Latina y el Caribe, África y Oriente Medio)⁹. El único aumento se produjo en los países emergentes de Europa (0,9%). En la mayoría de los países, la contracción de los activos en moneda local vino acompañada de una caída en la actividad de la economía real (por ejemplo en Corea, Taipei chino, Turquía, Argentina, Chile y México), aunque hubo excepciones. Por ejemplo, los activos locales en moneda local frente a residentes de China, la India y Filipinas disminuyeron aun cuando el producto real creció.

⁹ En consonancia con la reducción generalizada de los activos locales, los pasivos locales en moneda local ajustados por el tipo de cambio registraron un modesto retroceso en las cuatro regiones emergentes. Cabe destacar que Austria, cuyos bancos ostentan una significativa presencia en los países emergentes de Europa, no declara los pasivos locales en moneda local.

En los países bálticos, los activos en moneda local contabilizados por los bancos declarantes al BPI se redujeron de modo significativo durante el segundo trimestre de 2009 (véase la fila superior del Gráfico 5). En Letonia, la

... sobre todo frente a los Estados bálticos



disminución fue de un 10,0% hasta situarse en 3.700 millones de dólares¹⁰. La mayor parte de esta reducción fue registrada por bancos suecos, que a final del trimestre detentaban aproximadamente el 88% de los activos en circulación denominados en moneda local de todos los bancos declarantes al BPI presentes en el país. Los activos locales en moneda local también se redujeron en los otros dos estados bálticos: Lituania (-4,9%) y Estonia (-3,0%). En este caso también, la mayor parte de las reducciones correspondió a los bancos suecos.

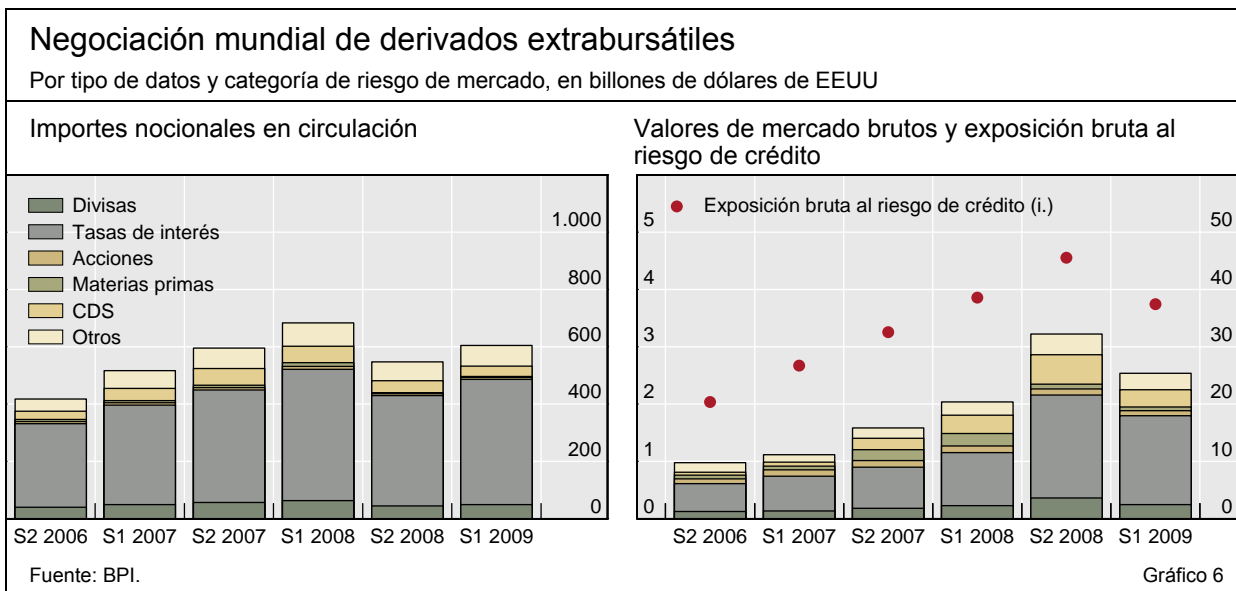
La situación en América Latina y el Caribe (fila central del Gráfico 5) y Asia-Pacífico (fila inferior) fue más heterogénea. En el primer caso, los bancos declarantes al BPI redujeron sus activos locales en moneda local (ajustados por el tipo de cambio) frente a Perú (9,0%) y Argentina (4,3%), al tiempo que redujeron sus pasivos locales en moneda local en ambos países (un 12,4% y un 3,8% respectivamente). En cambio, los activos en moneda local frente a Venezuela aumentaron por cuarto trimestre consecutivo (4,3%). En la región Asia-Pacífico, se incrementaron frente a Indonesia y Malasia un 7,6% y un 1,3% respectivamente, mientras que en el Taipei chino cayeron por cuarto trimestre consecutivo (-8,5%).

Mercados de derivados

Derivados extrabursátiles

Repuntan los importes nocionales mientras que los valores de mercado descienden

En la primera mitad de 2009, los importes nocionales de todos los tipos de derivados extrabursátiles (OTC) repuntaron hasta los 605 billones de dólares a finales de junio, un 10% más que seis meses antes (véase el panel izquierdo del



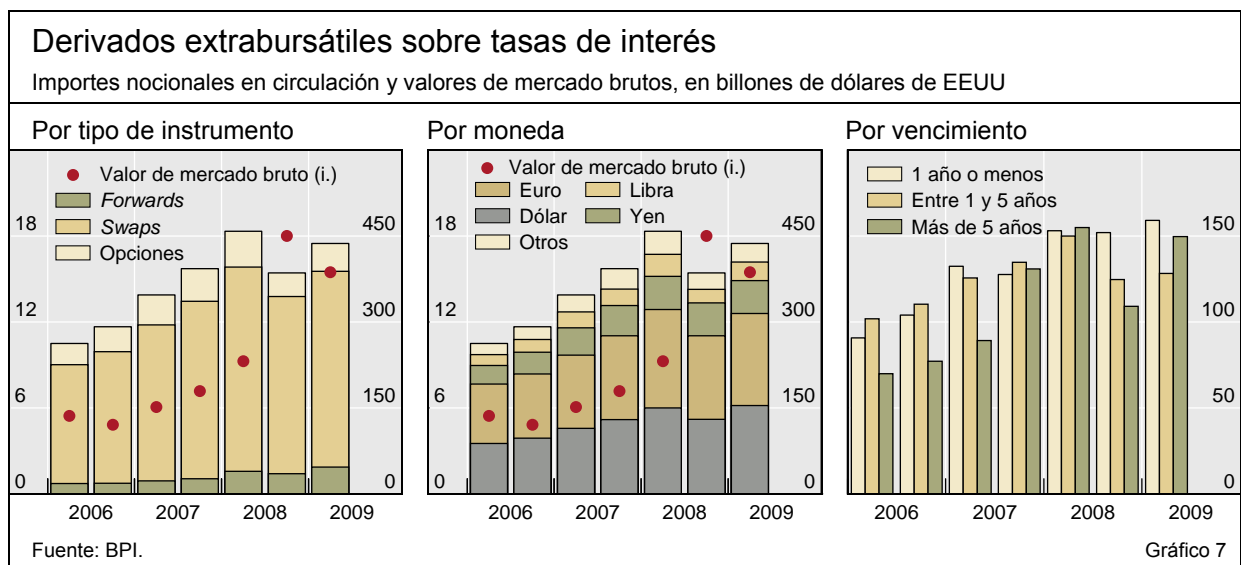
¹⁰ Además, los residentes en Letonia redujeron drásticamente sus depósitos en moneda local en oficinas locales de los bancos declarantes al BPI (en 1.000 millones de dólares, un 23,4%). También se registraron disminuciones de los pasivos denominados en moneda local en Lituania (-2,3%) y Estonia (-1,2%).

Gráfico 6)¹¹. En cambio, el valor bruto de las posiciones crediticias disminuyó un 18% respecto del máximo de 3,7 billones de dólares alcanzado a finales de 2008. Esta cifra tiene en cuenta los acuerdos bilaterales de compensación, pero no las garantías, y da una idea de la exposición al riesgo de contraparte¹². Los valores brutos de mercado también disminuyeron un 21% hasta situarse en 25 billones de dólares (véase el panel derecho del Gráfico 6)¹³.

El aumento de los importes en circulación estuvo liderado en gran medida por los derivados sobre tasas de interés, que a finales de junio de 2009 ascendían a 438 billones de dólares, un 13% más que a finales de 2008 (véase el panel izquierdo del Gráfico 7). Los valores brutos de mercado retrocedieron un 14% hasta los 15 billones de dólares, siendo los *swaps* de tasas de interés los responsables de gran parte de la disminución. El incremento de los volúmenes en circulación se concentró en los segmentos del dólar estadounidense, la libra esterlina y el euro (véase el panel central del Gráfico 7). Los importes en circulación de contratos a plazo sobre tasas de interés o *forward rate agreements* (FRA) aumentaron un 34% hasta alcanzar los 47 billones de dólares, mientras los volúmenes de opciones lo hicieron un 18% hasta los 49 billones. Como reflejo de la mayor actividad de cobertura, el incremento de los volúmenes en circulación se concentró en los *swaps* y opciones a más largo plazo, siendo el incremento de éstas últimas un 70% (véase el panel derecho del Gráfico 7).

Crecen los volúmenes de derivados sobre tasas de interés...

... al incrementarse la negociación de *swaps* a largo plazo



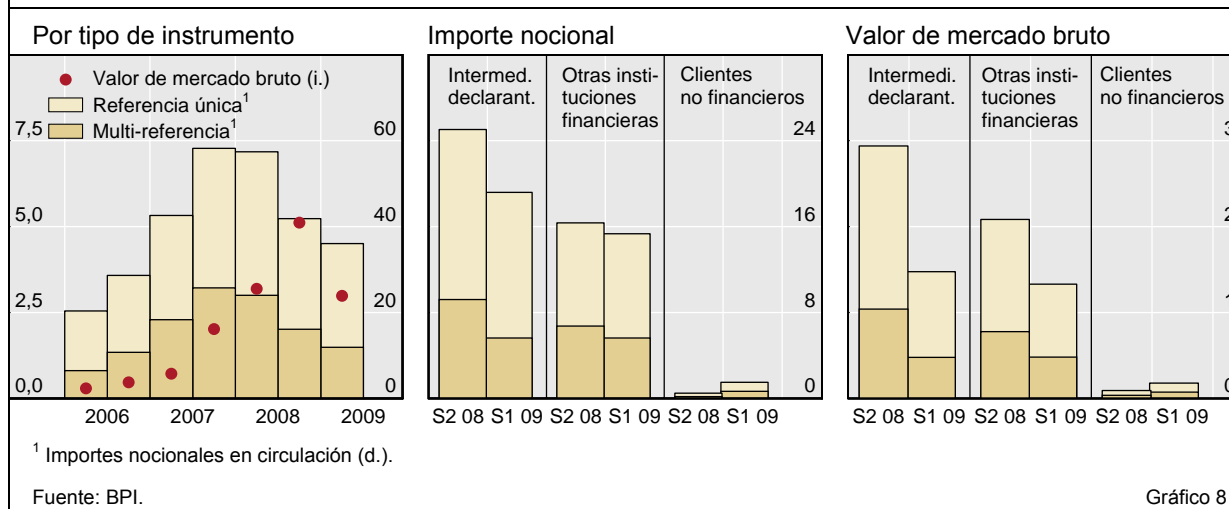
¹¹ Los importes nacionales en circulación a finales de diciembre de 2008 se revisaron a la baja en casi un 8%. Los valores brutos de mercado lo hicieron un 5%. Para conocer más detalles, véase el comunicado de prensa del BPI sobre la actividad en el mercado de derivados extrabursátiles en el primer semestre de 2009, 12 de noviembre de 2009.

¹² La exposición bruta al riesgo de crédito es la diferencia (teniendo en cuenta los acuerdos bilaterales de compensación legalmente vinculantes) entre el valor bruto de los contratos con un valor de mercado positivo y el valor bruto de los contratos cuyo valor de mercado es negativo. Los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) se excluyen del cálculo en todos los países excepto Estados Unidos.

¹³ Los valores brutos de mercado miden el coste de sustitución de todos los contratos vigentes.

Swaps de incumplimiento crediticio (CDS)

En billones de dólares de EEUU



Los volúmenes de CDS continúan cayendo

Continuando con su tendencia de 2008, los importes nacionales en circulación de contratos de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) cayeron hasta los 36 billones de dólares a finales de junio de 2009 (véase panel izquierdo del Gráfico 8). Un factor determinante de esta caída fue la menor actividad durante la primera mitad del periodo, cuando los mercados crediticios aún seguían sometidos a una gran presión (véase el Recuadro 2). No obstante, la actividad se animó posteriormente. Un segundo factor importante fue el mayor neteo de posiciones cruzadas por los agentes del mercado, y en particular por los principales intermediarios (véanse los paneles central y derecho del Gráfico 8, así como el Recuadro 2). Contrastando con la caída de los importes nacionales entre instituciones financieras, el volumen de contratos vigentes celebrados entre intermediarios y clientes no financieros se duplicó con creces.

Derivados negociados en bolsa

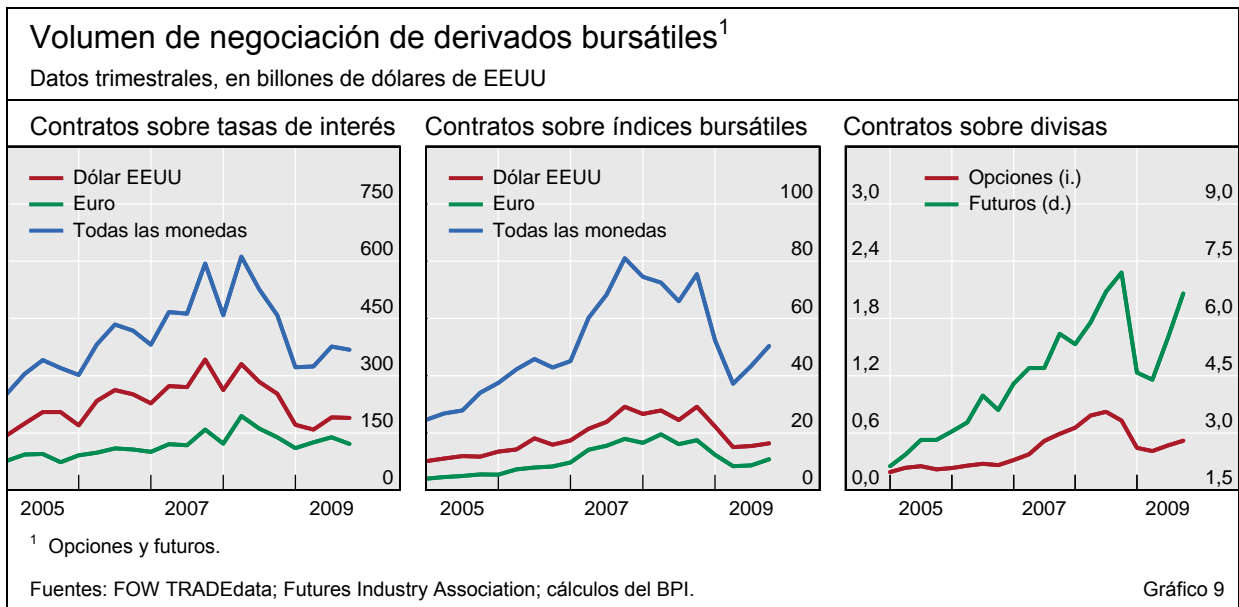
En el tercer trimestre de 2009 se estabilizaron los mercados internacionales de derivados, aunque su actividad apenas alcanzó el 60% de sus altos niveles previos a la crisis. El volumen total de contratación en base a los importes nacionales permaneció estable respecto del trimestre anterior, situándose en 425 billones de dólares (véase el Gráfico 9).

Desciende la contratación de derivados sobre tasas de interés

Como reflejo de la estabilidad de las tasas de interés en niveles muy bajos en muchas de las principales economías, la actividad total con derivados sobre tasas de interés disminuyó ligeramente hasta situarse en 368 billones de dólares en el tercer trimestre, frente a los 376 billones del segundo (véase panel izquierdo del Gráfico 9). Este descenso obedeció a una menor contratación de opciones, especialmente en el segmento del euro.

Aumenta la negociación de contratos sobre índices bursátiles por la firmeza de los mercados asiáticos

En un contexto de cotizaciones más altas, la contratación de derivados sobre índices bursátiles se incrementó, pasando de 43 a 50 billones de dólares en el tercer trimestre (véase el panel central de Gráfico 9). Dicho crecimiento se debió a la revalorización de las acciones, ya que en términos de volumen, el



número de contratos descendió ligeramente, de 1.650 a 1.630 millones. Esta mejora reflejó el repunte de la bolsa coreana y otros mercados bursátiles de Asia, cuya actividad creció considerablemente en el tercer trimestre, de 16,2 a 19,3 billones de dólares.

La actividad en el segmento de los derivados sobre divisas también continuó creciendo en el tercer trimestre (panel derecho del Gráfico 9), lo que en parte podría ser un reflejo del aumento de la actividad de *carry trade* de divisas impulsado por los diferenciales entre tasas de interés y una mayor confianza por parte de los inversionistas. La contratación alcanzó los 7,2 billones de dólares, en comparación con los 5,9 billones del trimestre anterior. Se registró mayor actividad en todas las monedas principales, si bien el incremento fue menor en el caso del euro. También creció significativamente la contratación de dólares neozelandeses y australianos en comparación con el trimestre anterior.

El repunte de la negociación de divisas sugiere una mayor actividad con *carry trade*

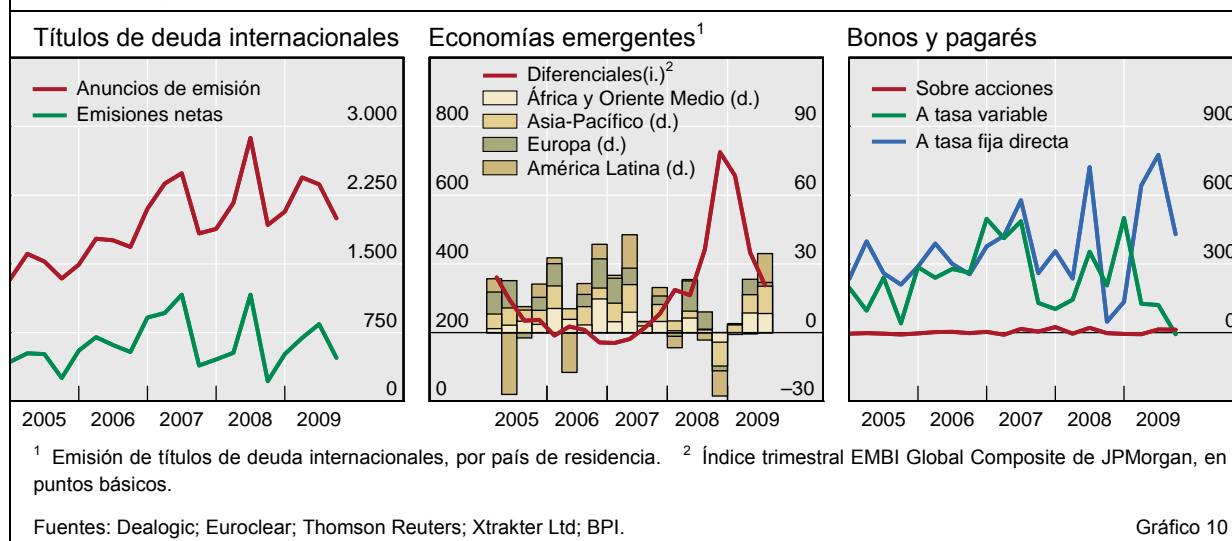
El mercado internacional de títulos de deuda

Los factores estacionales influyeron en la actividad en el mercado primario de títulos de deuda internacionales en el tercer trimestre de 2009, que incluye el principal periodo vacacional en el hemisferio norte. Los anuncios de emisión se redujeron en término brutos un 16% respecto del trimestre anterior, superando los 1,99 billones de dólares durante los tres meses considerados (véase el panel izquierdo del Gráfico 10). Con unas amortizaciones prácticamente estables, la emisión neta se redujo aproximadamente a la mitad hasta los 475.000 millones de dólares, el nivel más bajo desde el tercer trimestre de 2008. Dependiendo del método de cálculo utilizado, la emisión ajustada en función de la estacionalidad permaneció estable a un nivel alto o bien se incrementó ligeramente. El vigor del mercado subyacente también quedó confirmado por los datos procedentes de fuentes comerciales sobre una fuerte emisión neta en octubre.

Descenso estacional de la emisión neta...

Emisión de títulos de deuda internacionales

Emisión neta, en miles de millones de dólares de EEUU



... en las economías desarrolladas

El retroceso de la actividad se debió principalmente a la menor emisión neta por parte de residentes en economías desarrolladas (-45%), que son los principales usuarios de los mercados internacionales de deuda. La contracción se distribuyó por igual entre todos los sectores.

Fuerte emisión en el Reino Unido...

Un país que se resistió a la tendencia bajista fue el Reino Unido. Tras situarse la emisión en niveles relativamente bajos durante la primera mitad del año, los residentes del Reino Unido recurrieron a los mercados internacionales para recabar fondos por valor de 91.000 millones de dólares, un 147% más que el trimestre anterior. La mayor parte de esta emisión la realizaron las instituciones financieras (79.000 millones de dólares frente a 18.000 millones en el segundo trimestre). La participación de los bonos emitidos con garantía del Estado descendió, pasando de un 27% en el segundo trimestre a un 8% en el tercero. Otras economías desarrolladas donde se registraron aumentos de la emisión fueron Irlanda (con un incremento del 75% hasta alcanzar 41.000 millones de dólares) e Italia (del 98% hasta los 36.000 millones de dólares).

... y en economías emergentes

Los residentes de las economías emergentes aprovecharon la mejora en las condiciones financieras para colocar títulos internacionales de deuda por valor de 34.000 millones de dólares (véase panel central del Gráfico 10). Esto supuso un 52% más que en el segundo trimestre y muy por encima de la media trimestral de 2006 y principios de 2007, antes de la crisis. La emisión de América Latina y el Caribe se recuperó tras haber casi desaparecido durante la primera mitad del año y alcanzó 13.000 millones de dólares entre julio y septiembre. El crecimiento de la emisión se repartió de forma homogénea por toda la región, produciéndose incrementos en todas las principales economías a excepción de Argentina. Las economías emergentes de Asia y el Pacífico captaron 12.000 millones de dólares en los mercados internacionales de deuda, un 50% más que en el segundo trimestre. La emisión neta por parte de residentes de África y Oriente Medio apenas varió en torno a 8.000 millones de dólares, 5.000 de los cuales correspondieron a los Emiratos Árabes Unidos. La

emisión neta en las economías emergentes de Europa descendió hasta los 2.000 millones de dólares (segundo trimestre: 7.000 millones), ante los rumores sobre las dificultades de los emisores en algunos de los países con calificación más baja para colocar sus títulos.

La composición sectorial de la emisión varió considerablemente de una región a otra. Las entidades no financieras dominaron la emisión en América Latina y el Caribe, y en África y Oriente Medio, donde supusieron respectivamente más de un 71% y un 77% del total de la emisión regional. En cambio, las instituciones financieras fueron las principales emisoras en las economías asiáticas en desarrollo (78% del total de la emisión neta de la región). Finalmente, la emisión procedente de las economías emergentes de Europa correspondió en su totalidad a los gobiernos (4.000 millones de dólares), principalmente los de las economías más grandes y con mejor calificación crediticia. Los sectores financiero y no financiero registraron amortizaciones netas por valor de 2.000 y 1.000 millones de dólares respectivamente.

La emisión de bonos a interés variable pasó a ser negativa por primera vez desde 1991 (véase el panel derecho del Gráfico 10), al retirar los emisores bonos por valor de 74.000 millones de dólares (neto). Esto se compensó tan sólo en parte por un incremento en la emisión neta de bonos a interés variable en libras esterlinas (33.000 millones de dólares respecto de los 7.000 del segundo trimestre), ascendiendo así las amortizaciones netas totales a 7.000 millones de dólares.

Los bonos a interés variable pierden atractivo

Recuadro 1: Análisis del préstamo bancario en China

Eric Chan y Haibin Zhu

Desde que estallara la crisis internacional, el crecimiento del crédito se ha frenado considerablemente o incluso se ha tornado negativo en la mayoría de las economías, a excepción de China, donde se ha acelerado con fuerza desde finales de 2008. En este artículo investigamos la dinámica de la actividad crediticia en los bancos chinos y sus implicaciones para la economía real.

Gracias al plan de estímulo lanzado por el Gobierno chino, el crédito creció de forma extraordinaria en el primer semestre de 2009. En concreto, los bancos chinos concedieron préstamos por valor de 7,4 billones de CNY, muy por encima de los 4,2 billones prestados en todo 2008. La expansión del crédito favoreció la fuerte recuperación de la economía china, pero también hizo temer unas condiciones crediticias excesivamente laxas. Una parte significativa de los préstamos bancarios podía haberse canalizado hacia los mercados bursátiles e inmobiliarios, propiciando así auges en el precio de los activos. En los primeros siete meses del año, la bolsa de Shangai ganó un 87%, pasando la razón precio/beneficio (PER) de 15 a 29. Los mercados de la vivienda también recobraron bríos, registrándose aumentos en las ventas e inversiones, así como en los precios.

En este contexto, las autoridades chinas adoptaron medidas prudenciales para contener el crédito a sectores con exceso de capacidad y para mejorar la solvencia de la banca. El regulador bancario emitió una serie de directivas para evitar que el préstamo bancario se desviara de sus fines. Asimismo, para reforzar la capacidad del sistema bancario para absorber pérdidas, elevó las provisiones para incobrables y endureció las normas para calcular el capital obligatorio. En consecuencia, el préstamo neto cayó notablemente en el tercer trimestre hasta situarse en 1,3 billones de CNY, y aún más en octubre, cuando alcanzó un mínimo anual de 253.000 millones.

La nivelación de la expansión del crédito ha tenido hasta ahora escasos efectos adversos sobre la economía real. De hecho, el PIB creció el 8,9% en el tercer trimestre, y se espera que ronde estos niveles en los próximos trimestres. Esta palpable desconexión entre el crédito y la economía podría explicarse por diversos motivos.

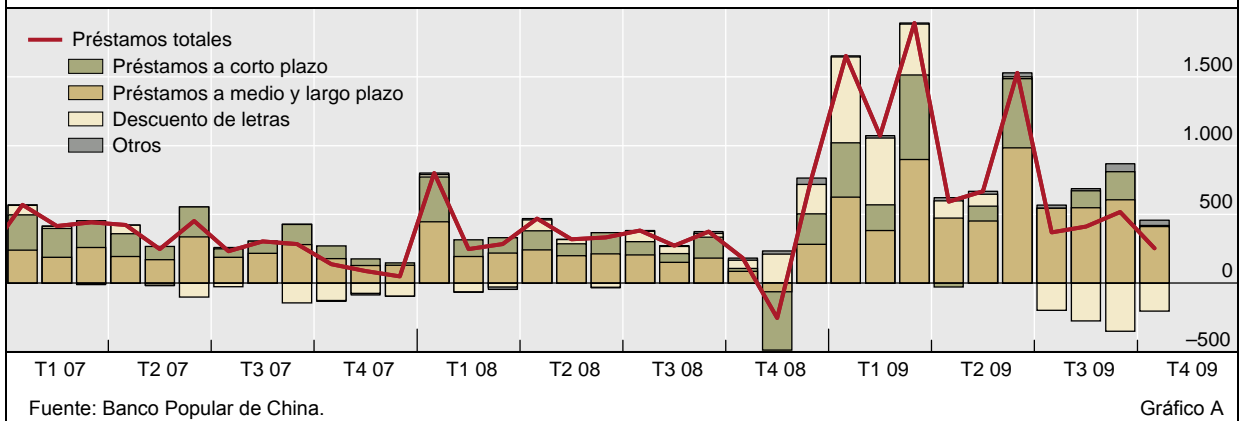
En primer lugar, las medidas de estímulo monetario suelen tardar en tener efecto sobre la economía real. En el caso de China, su intenso crecimiento económico en el tercer trimestre podría reflejar el rápido aumento del crédito durante el primer semestre.

En segundo lugar, la desaceleración del préstamo bancario neto desde julio podría responder en parte a la estacionalidad del crédito concedido por los bancos. El volumen de préstamos en China suele crecer con mayor intensidad en la primera mitad del año, cuando los bancos tienden a concentrar su actividad crediticia. Estimamos que los efectos estacionales explican 14 puntos porcentuales de la caída del 68% del préstamo neto mensual registrada al pasar de la primera a la segunda mitad del año. De hecho, los préstamos netos entre julio y octubre superaron en un 28% los del mismo periodo un año antes.

Por último, pero no menos importante, la composición del crédito ha cambiado bastante en los

El préstamo bancario en China

Evolución mensual de los préstamos pendientes, en miles de millones de renminbi



últimos meses (véase el Gráfico A). La caída del crédito bancario neto se concentró principalmente en el descuento de efectos comerciales y en los préstamos a corto plazo. En cambio, el volumen de préstamos a medio y largo plazo, que en principio estimulan de forma más directa la inversión y la actividad económica real, siguió creciendo a buen ritmo.

La financiación de efectos comerciales alcanzó 1,7 millones de CNY en la primera mitad del año, la cifra más alta hasta ahora. Esto podría explicarse como una estrategia por parte de los bancos para incrementar su crédito total en respuesta al plan de estímulo, sin perder por ello flexibilidad en sus carteras de activos. Los prestatarios suelen utilizar letras y pagarés como una fuente de financiación de bajo coste para hacer frente a sus necesidades de capital circulante. Una parte significativa de esos fondos parece haberse canalizado hacia los mercados de activos. Desde el mes de julio, los bancos han ido reduciendo sus servicios de descuento de efectos comerciales, siguiendo las consignas del regulador para moderar el crecimiento del crédito. Al mismo tiempo, al mantener una vigorosa concesión de préstamos a medio y largo plazo, siguen favoreciendo el crecimiento económico. Dado que la financiación de efectos comerciales en circulación alcanzó los 2.600 millones de CNY a finales de octubre, los bancos aún tienen margen para ajustar la composición de sus carteras de crédito en esa línea.

El firme crecimiento del crédito en China ha alentado la actual recuperación económica, pero no está exento de riesgos. Por ejemplo, la rápida progresión del crédito en el primer semestre comportó una relajación de los criterios de concesión, lo que podría mermar la calidad de los balances bancarios en el futuro. Además, el fuerte repunte de la inversión propiciado por esta expansión crediticia podría elevar la demanda de crédito en el futuro, para completar los proyectos en curso. Así pues, un endurecimiento de la política monetaria podría dejar a medias algunos proyectos y conllevar una acumulación de préstamos fallidos en el sector bancario. Junto a la intensificación de las presiones por las entradas de capital internacional, las autoridades chinas podrían tener que afrontar importantes limitaciones en su política monetaria y crediticia en los próximos años.

Recuadro 2: El tamaño del mercado mundial de CDS: datos del BPI y de DTCC

Jacob Gyntelberg, Karsten von Kleist y Carlos Mallo

La reciente evolución de los mercados de CDS ha propiciado la disponibilidad de nuevas fuentes de datos. Junto con el conocido sondeo de mercado de ISDA y la encuesta semestral del BPI entre bancos centrales sobre mercados de derivados extrabursátiles, estos nuevos datos pueden ayudar a vigilar más de cerca las tendencias en el mercado mundial. Una fuente de datos sobre CDS que ha atraído bastante atención es la de Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), que compila información sobre derivados crediticios extrabursátiles en un banco de datos llamado Trade Information Warehouse (TIW). Además de compilar datos, DTCC realiza funciones de procesamiento post-operación, como el cálculo, compensación y liquidación centralizada de las obligaciones de pago, así como la liquidación en caso de producirse un evento de crédito como una quiebra. A continuación examinamos los datos de DTCC, comparándolos con los de la encuesta semestral sobre CDS en circulación realizada por el BPI entre bancos centrales.

A principios de noviembre de 2008, DTCC comenzó a publicar semanalmente datos agregados como respuesta a la inquietud de los inversionistas ante la falta de transparencia en los mercados de CDS. En un principio, se publicaron los importes nominales en términos brutos y netos de CDS en circulación correspondientes a las mil mayores entidades de referencia única y a todos los índices de CDS, pero después ha ido añadiéndose más información, aunque por ahora no se publican los valores de mercado ni las exposiciones al riesgo. Los datos de DTCC corresponden a los CDS registrados en su banco de datos, mientras que los del BPI proceden de los datos que los intermediarios declaran ante su banco central.

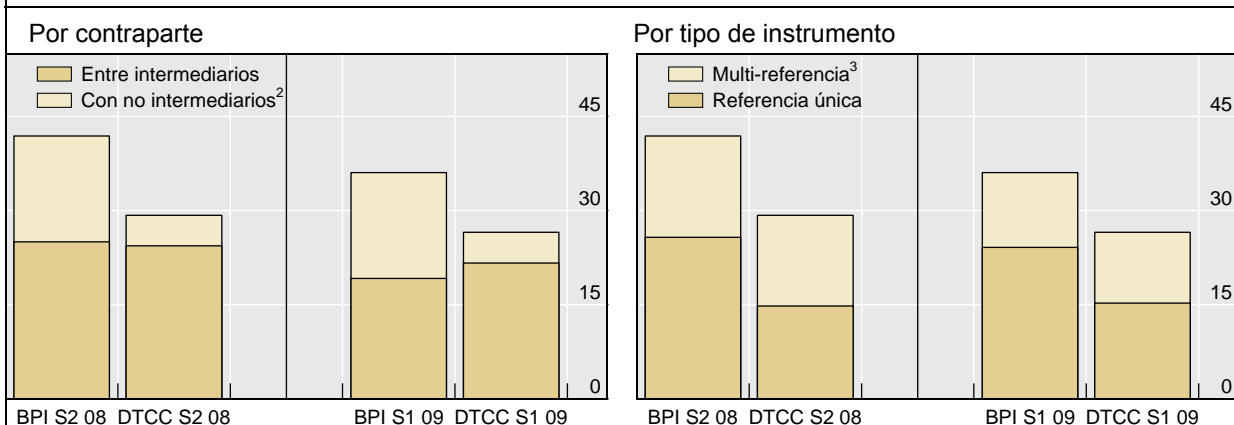
El tamaño de los mercados mundiales de CDS puede medirse por los importes nominales brutos en circulación, disponibles tanto en la base de datos del BPI como en la de DTCC. En función de la contraparte, el BPI distingue entre intermediarios declarantes, otras instituciones financieras y clientes no financieros, mientras que la DTCC sólo distingue entre intermediarios y no-intermediarios (clientes). Así pues, para facilitar la comparación entre datos, hemos considerado los dos grupos no declarantes de la encuesta del BPI simplemente como «no-intermediarios» (véase el panel izquierdo del Gráfico A). Además, para los datos de la DTCC hemos incluido las operaciones directas entre no intermediarios, que representan apenas el 0,1% del total.

A simple vista, los datos del BPI y de DTCC sobre importes brutos totales en circulación entre intermediarios a finales de 2008 coinciden perfectamente, pero no ocurre así con los correspondientes a mediados de 2009, pues los de la DTCC son un 12% superiores a los del BPI. La explicación más plausible es que la encuesta de DTCC incluye más intermediarios.

Los importes en circulación entre intermediarios y no intermediarios según la encuesta del BPI son bastante más elevados que los de DTCC. Esto podría explicarse por el hecho de que los CDS

Comparación entre los datos del BPI y de DTCC sobre CDS¹

Importes nominales en circulación, en billones de dólares de EEUU



¹ La muestra del BPI incluye bancos con sede en países del G-10. ² La categoría de «no intermediarios» de DTCC incluye algunos contratos entre clientes. ³ Los contratos multi-referencia incluyen tramos de incumplimiento.

Fuentes: DTCC; BPI.

Gráfico A

que proporcionan protección sobre contratos menos estandarizados como los CDO y los ABS no suelen confirmarse electrónicamente, por lo que escapan en cierta medida a la DTCC. En el futuro, los CDO y ABS podrían incluirse en su universo muestral.

Por tipo de instrumento, la base de datos del BPI distingue entre CDS de referencia única y multi-referencia, mientras que la de DTCC abarca tres categorías: contratos de referencia única, contratos sobre índices de impago, y contratos sobre tramos de impago. En nuestro análisis consideramos estos dos últimos tipos como contratos multi-referencia. Para ambos periodos, los datos del BPI sobre contratos de referencia única en circulación son un 60% superiores a los de DTCC, mientras que para instrumentos multi-referencia ambas magnitudes se asemejan (véase el panel derecho del Gráfico A).

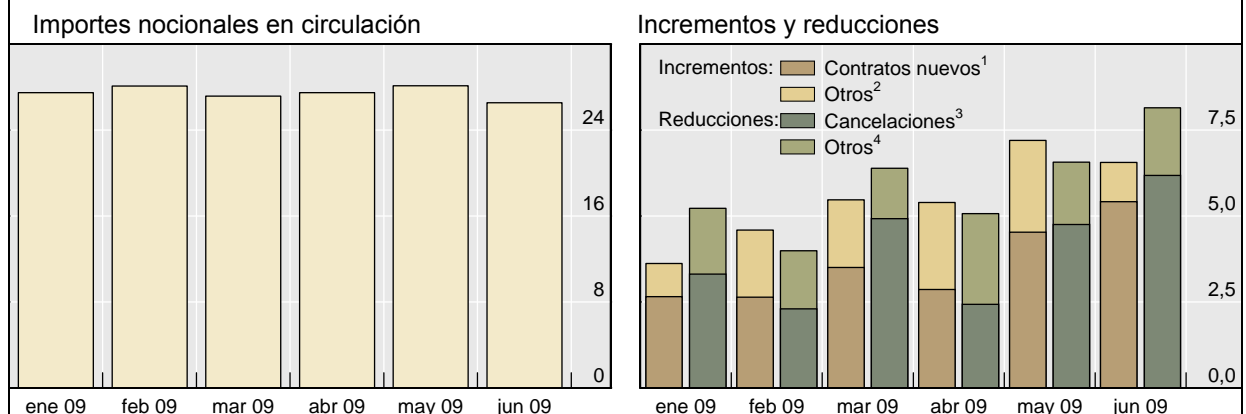
La evolución general para todo tipo de contrapartes e instrumentos sugiere que las diferencias entre ambas bases de datos podría deberse a que el BPI contabiliza CDS de referencia única utilizados en operaciones menos estandarizadas entre intermediarios y no intermediarios (incluidas «otras instituciones financieras»), mientras que DTCC todavía no los incluye.

Para comprender la evolución del mercado de CDS, una importante ventaja de los datos de DTCC es que se publican semanalmente, mientras que la encuesta del BPI aparece cada seis meses. Esto permite evaluar de forma más frecuente el tamaño del mercado (véase el panel izquierdo del Gráfico B). Además, la base de datos de DTCC aporta más información sobre los factores que hacen oscilar los importes en circulación. Así, se distingue entre los incrementos procedentes de transacciones relativamente nuevas y de la inclusión de operaciones antiguas (lo que se conoce como «backloading»), mientras que las reducciones se desglosan según se deban a la cancelación total o parcial de contratos mediante neteo, o bien al vencimiento o a la anulación por un evento de crédito (panel derecho). Los datos para el primer semestre de 2009 indican que operaciones nuevas y *backloading* sumaron cada mes 3–7 billones de dólares, mientras que las reducciones fueron ligeramente superiores, principalmente por la cancelación de contratos por compensación.

Los datos del BPI y DTCC, unidos a los de TriOptima y Markit, que son empresas que ofrecen servicios de cancelación multilateral a intermediarios de derivados extrabursátiles, indican que en torno al 85% de todas las cancelaciones se produjeron en los índices de CDS más líquidos. Toda la actividad de compresión/rescisión se produjo entre intermediarios que usan estos servicios. Los datos de DTCC también sugieren que las rescisiones tienden a aumentar al cierre de cada trimestre, tal vez por el hecho de que las fechas de vencimiento de los CDS son fijas cada trimestre (el 20 de marzo, junio, septiembre y diciembre), coincidiendo con el ciclo del Mercado Monetario Internacional.

DTCC Trade Information Warehouse

Resumen de transacciones, en billones de dólares de EEUU



¹ Contratos de nueva emisión. ² *Backloads*, es decir contratos previamente ejecutados y confirmados de manera no electrónica.
³ Cancelación parcial y total de contratos en la base de datos. ⁴ Contratos vencidos más contratos dados de baja por un evento de crédito.

Fuente: DTCC Deriv/SERV.

Gráfico B