

Aspectos más destacados de las estadísticas internacionales del BPI¹

El BPI, en colaboración con bancos centrales y autoridades monetarias de todo el mundo, compila y distribuye diversos conjuntos de datos sobre la actividad financiera internacional. Este capítulo resume los últimos datos relativos al mercado bancario internacional y los mercados OTC de derivados disponibles hasta finales de 2012. En el recuadro se analiza hasta qué punto las entidades no financieras han aprovechado el entorno de tasas de interés bajas de los últimos años para financiarse a largo plazo.

En el cuarto trimestre de 2012, los activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI se redujeron tras haber permanecido prácticamente invariables en el periodo anterior. La contracción estuvo impulsada por una marcada caída en la concesión de préstamos interbancarios transfronterizos, que neutralizó con creces el aumento del crédito transfronterizo a prestatarios distintos de bancos. En todas las zonas declarantes, los activos transfronterizos frente a economías avanzadas disminuyeron, mientras que las posiciones frente a economías de mercado emergentes y centros financieros extraterritoriales se incrementaron.

La evolución de los mercados extrabursátiles (OTC) de derivados durante la segunda mitad de 2012 reflejó el aumento de la compensación centralizada, la continua expansión monetaria y cierta mejora de la crisis de deuda soberana en la zona del euro. Pese a que el tamaño del mercado apenas ha variado a nivel global, estos factores han incidido en ciertos segmentos del mismo. Por ejemplo, el importe nominal en circulación de *swaps* de tasas de interés disminuyó a medida que se aceleraba la contracción de las operaciones con entidades de contrapartida central (EEC), mientras que el correspondiente a contratos a plazo sobre tasas de interés (FRA) aumentó al hacerlo la compensación centralizada, incrementando automáticamente los volúmenes de contratación. La nueva relajación de la política monetaria puede explicar el retroceso en los importes nominales de derivados referenciados a las tasas de interés del dólar estadounidense y el yen japonés, así como el pronunciado aumento del valor de los derivados sobre divisas vinculados al yen. Por último, la pronunciada caída en el valor de mercado de los *swaps* de incumplimiento crediticio resultó consistente con la bajada de las primas desde niveles extremos a otros que hacían más probable la firma de contratos.

¹ Adrian van Rixtel (adrian.vanrixtel@bis.org) ha preparado la sección sobre estadísticas bancarias de este artículo; por su parte, Nicholas Vause (nick.vause@bis.org) se ha ocupado de las estadísticas sobre derivados extrabursátiles (OTC) y Christian Upper (christian.upper@bis.org) de las estadísticas sobre títulos de deuda y préstamos sindicados. El apoyo estadístico ha corrido a cargo de Pablo García, Koon Goh, Serge Grouchko y Branimir Gruić.

El mercado bancario internacional en el cuarto trimestre de 2012

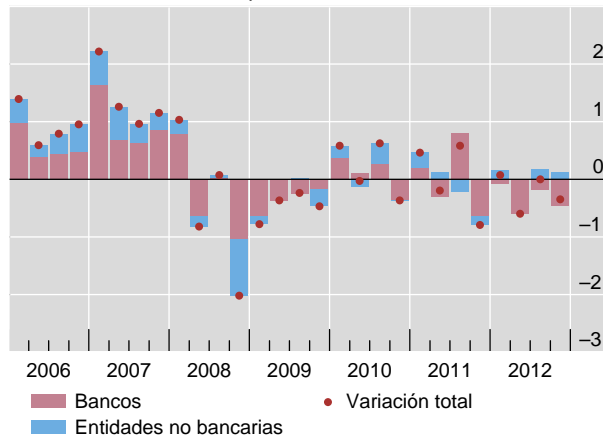
Los activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI se redujeron en 345 000 millones de dólares (1,2%) entre finales de septiembre y finales de diciembre de 2012 (Gráfico 1, panel superior izquierdo)². Con esta contracción, el crédito transfronterizo total en circulación a finales de 2012 se situó en 29,3 billones de dólares, un 1,9% menos que en el mismo trimestre del año anterior. La reducción de los activos transfronterizos se concentró sobre todo en los denominados en

Variación en los activos transfronterizos brutos¹

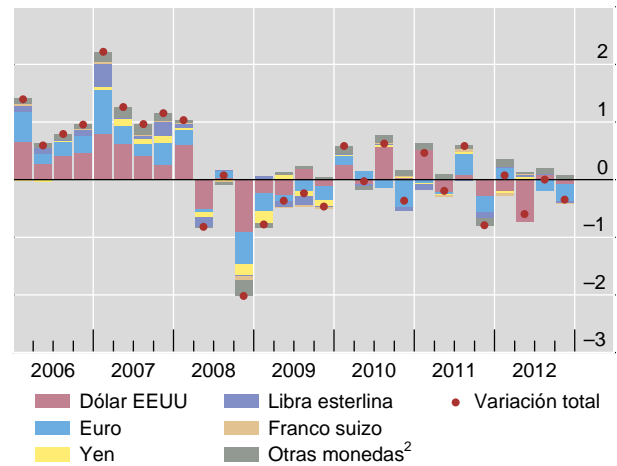
En billones de dólares de EEUU

Gráfico 1

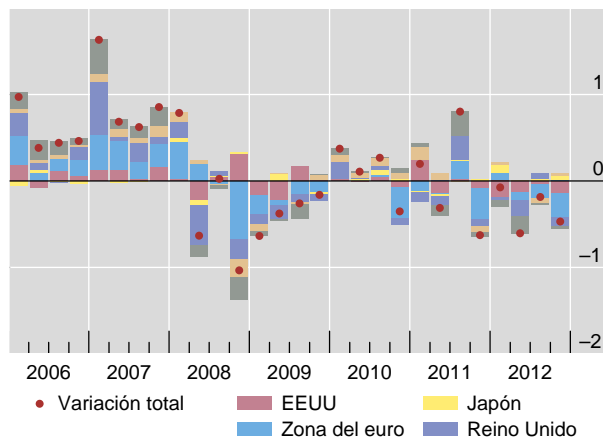
Por sector de la contraparte



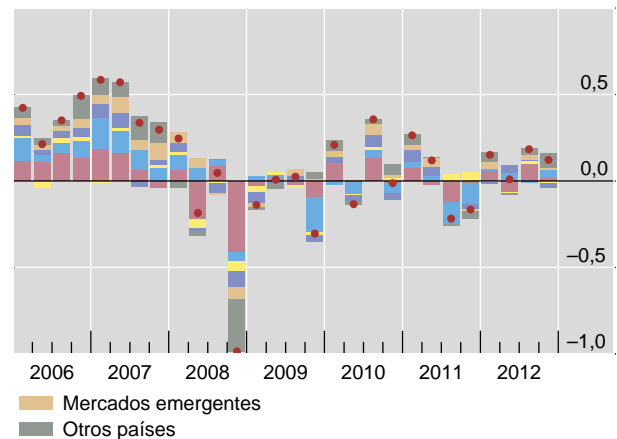
Por moneda



Por país de residencia de la contraparte, bancos



Por país de residencia de la contraparte, entidades no bancarias



¹ Los activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI incluyen las posiciones intragrupo. ² Incluye monedas no asignadas.

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

² El análisis realizado en esta sección se basa en las estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia, salvo que se indique lo contrario. En estas estadísticas, acreedores y deudores se clasifican por lugar de residencia (al igual que ocurre en las de la balanza de pagos), y no por nacionalidad. Todos los flujos de activos transfronterizos declarados se han ajustado para corregir variaciones del tipo de cambio y rupturas en las series.

euros (296 000 millones de dólares o 2,9%) (Gráfico 1, panel superior derecho). Los activos en la mayoría del resto de monedas principales disminuyeron moderadamente, mientras que los denominados en yenes aumentaron (14 000 millones de dólares o 1,0%).

La contracción general del crédito registrada en el cuarto trimestre se vio impulsada por un nuevo retroceso del crédito *interbancario*, como ha ocurrido en siete de los últimos nueve trimestres para los que se dispone de datos (Gráfico 1, panel superior izquierdo). Los activos transfronterizos frente a otros bancos y oficinas del grupo cayeron 467 000 millones de dólares (2,6%) entre finales de septiembre y finales de octubre de 2012³. Esta notable contracción puso de manifiesto la tendencia continuada a abandonar la intermediación transfronteriza, sobre todo en la zona del euro (barras azules del gráfico, panel inferior izquierdo). Esta circunstancia también se evidencia en el retroceso, en términos consolidados, de la participación del crédito interbancario en el total de activos internacionales en circulación, que marcó un mínimo histórico del 38% a finales de diciembre de 2012⁴, frente al 40% registrado a finales de 2011 (y 46% a finales de 2007).

Crédito a economías avanzadas

Los activos transfronterizos frente a economías avanzadas se contrajeron en el cuarto trimestre de 2012 en 472 000 millones de dólares (2,1%) mientras que en el trimestre anterior se había dado un aumento de 77 000 millones (0,4%).

Los prestatarios europeos y estadounidenses se vieron particularmente afectados por la contracción de la actividad bancaria internacional en el cuarto trimestre. Los activos interbancarios (incluidas las posiciones intragrupo) frente a bancos de la zona del euro fueron los que más disminuyeron: en 284 000 millones de dólares (5,2%), la tercera contracción trimestral consecutiva (Gráfico 1, panel inferior izquierdo). El origen de esta contracción fue la reducción en los activos frente a bancos de Alemania, Francia, Finlandia y Luxemburgo. De modo similar, el crédito transfronterizo a entidades británicas también cayó, en 97 000 millones de dólares (2,6%), tras un fuerte aumento en el trimestre anterior. Por su parte, los activos transfronterizos frente a bancos de Estados Unidos se redujeron por quinto trimestre consecutivo (132 000 millones de dólares o 5,2%). Esta tendencia podría estar relacionada con cambios en el entorno regulador que contribuyeron a reducir la dependencia de los bancos constituidos en Estados Unidos de la financiación mayorista obtenida fuera de dicho país⁵. Los activos frente a bancos de Japón, que

³ En cambio, los activos transfronterizos frente a entidades no bancarias, incluidos gobiernos e intermediarios financieros distintos de bancos, se incrementaron en 139 000 millones de dólares (1,2%).

⁴ Datos según las estadísticas bancarias internacionales consolidadas del BPI en base al prestatario inmediato. Las estadísticas bancarias consolidadas no incluyen las posiciones entre filiales del mismo grupo bancario. Los bancos consolidan sus posiciones intragrupo y declaran solamente los activos frente a prestatarios con los que no guardan relación. Los activos internacionales incluyen activos transfronterizos en todas las monedas y activos locales en moneda extranjera, mientras que los activos locales consisten en el crédito concedido por filiales de bancos situadas en el mismo país que el prestatario.

⁵ En virtud de la Ley Dodd–Frank de Reforma de Wall Street y Protección al Consumidor, el fondo de reserva de la Federal Deposit Insurance Corporation (organismo federal estadounidense que garantiza los depósitos bancarios) ha ampliado su cobertura más allá de los depósitos asegurados para abarcar también activos menos capital tangible. Dicha ampliación ha permitido que los bancos constituidos en Estados Unidos dependan menos de la financiación mayorista, al remplazar los

aumentaron en 53 000 millones de dólares (7,7%) fueron la excepción más notable al patrón generalizado de reducciones.

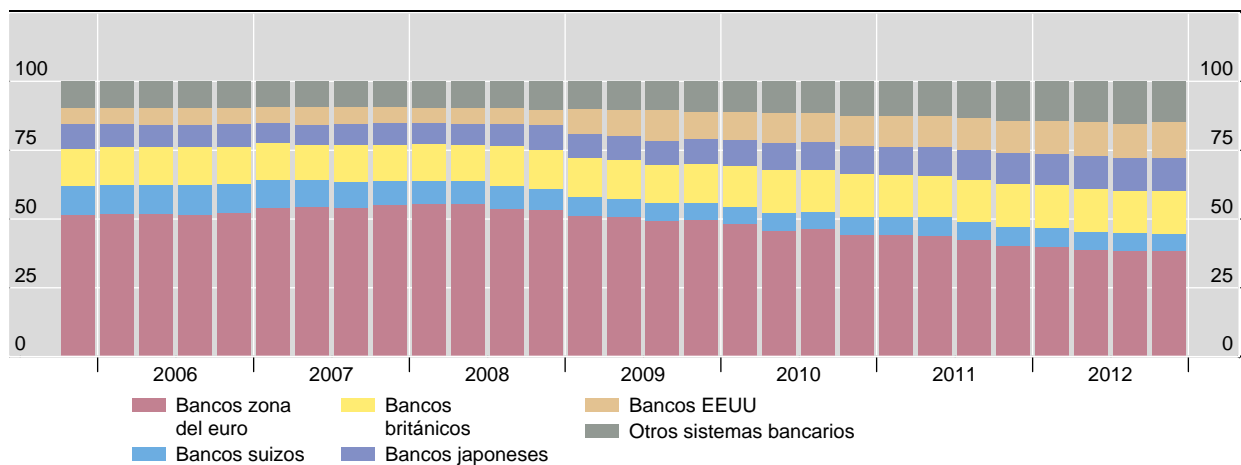
La disminución de las posiciones transfronterizas interbancarias globales resultó más pronunciada en 2012 que en años anteriores. Los activos transfronterizos frente a bancos y oficinas relacionadas en la zona del euro disminuyeron aproximadamente un 8% en 2012, frente al retroceso del 4% en 2011⁶. En Estados Unidos y el Reino Unido, la actividad interbancaria transfronteriza disminuyó en 2012, un 16% y 6% respectivamente. Estas caídas contrastan con un aumento del 2% en 2011 en el caso de los bancos estadounidenses, mientras que la actividad transfronteriza interbancaria en el Reino Unido en 2011 se mantuvo eminentemente estable.

El retroceso en las posiciones contabilizadas por bancos con sede en la zona del euro fue especialmente destacable. En términos consolidados, su cuota de participación en el total de activos exteriores en circulación de los bancos declarantes al BPI alcanzó un mínimo histórico del 38% a finales de 2012, por debajo del 40% a finales de 2011 (Gráfico 2)⁷. Este porcentaje ha ido disminuyendo progresivamente desde el máximo del 55% alcanzada en el segundo trimestre de 2008. A finales de 2009, antes de que comenzara la crisis del euro en la primera mitad de 2010, se encontraba en el 50%. Los bancos estadounidenses y japoneses en especial, pero también los británicos y otros, han ocupado el vacío que dejó la

Actividad bancaria internacional

En porcentaje de los activos exteriores de todos los bancos declarantes¹

Gráfico 2



¹ Los activos exteriores incluyen activos transfronterizos y activos locales de oficinas bancarias en el extranjero frente a los residentes en el país de acogida.

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

depósitos nacionales a los fondos mayoristas obtenidos fuera de Estados Unidos. Para saber más al respecto, véase L. Kreicher, R. McCauley y P. McGuire, "The 2011 FDIC assessment on banks' managed liabilities: interest rate and balance sheet responses", *BIS Working Papers*, nº 413, mayo 2013.

⁶ La variación porcentual anual se calcula como la suma de cuatro trimestres de las variaciones ajustadas en función de tipos de cambio y rupturas, dividida por los volúmenes en circulación al final del año anterior.

⁷ Los activos exteriores incluyen activos transfronterizos y activos locales (en todas las monedas) contabilizados por oficinas bancarias en el extranjero.

retirada de los bancos de la zona del euro⁸. De hecho, la participación de las entidades de Estados Unidos y Japón en el total de activos exteriores de todos los bancos declarantes al BPI se incrementó respectivamente hasta el 13% y el 12% a finales de 2012, desde el 10% y el 9% a finales de 2009 (Gráfico 2).

Crédito a economías de mercado emergentes

Las estadísticas bancarias territoriales del BPI muestran que los activos transfronterizos frente a prestatarios de economías de mercado emergentes aumentaron en 43 000 millones de dólares (1,4%) en el cuarto trimestre de 2012⁹. El aumento afectó sobre todo a los activos frente a bancos (32 000 millones de dólares o 2,0%); los activos frente a entidades no bancarias crecieron en 10 000 millones de dólares (0,7%). El incremento fue mayor que en trimestres anteriores de 2012, pero se mantuvo por debajo de los registrados en 2010 y 2011. Los activos frente a mercados emergentes aumentaron un 3% en 2012, mientras que lo hicieron un 8% en 2011 y un 17% en 2010.

El mayor incremento de activos transfronterizos se produjo en Asia-Pacífico (39 000 millones de dólares o 2,9%) tras una caída en el trimestre anterior de 33 000 millones de dólares (2,4%) (Gráfico 3, panel superior izquierdo). Los activos frente a bancos y frente a entidades no bancarias aumentaron en 27 000 millones de dólares (3,3%) y 12 000 millones de dólares (2,3%) respectivamente. Aproximadamente la mitad del incremento en el crédito transfronterizo concedido a la región se dirigió a prestatarios de China (13 000 millones de dólares o 3,7%), y el resto fue para la India, el Taipei Chino e Indonesia.

El crédito transfronterizo a prestatarios de América Latina y el Caribe creció (11 000 millones de dólares o 1,8%), mientras que los activos frente a África y Oriente Medio se contrajeron (12 000 millones de dólares o 2,4%) (Gráfico 3, paneles derechos). La expansión del crédito a América Latina y el Caribe se debió sobre todo al mayor número de activos frente a entidades no bancarias de la región (9 000 millones de dólares o 2,4%), sobre todo de México y Brasil. Los activos transfronterizos frente a Argentina se contrajeron sustancialmente, por valor de 2 100 millones de dólares (14%), por quinta vez consecutiva. La caída en el crédito transfronterizo dirigido a África y Oriente Medio, la segunda más intensa desde el cuarto trimestre de 2008, se concentró sobre todo en Arabia Saudita y Qatar (Gráfico 3, panel inferior derecho) y afectó tanto al sector bancario como al no bancario.

Frente a las economías emergentes europeas, los activos transfronterizos aumentaron durante el cuarto trimestre en 4 900 millones de dólares (0,7%), tras cinco trimestres de retroceso (Gráfico 3, panel inferior izquierdo). Este cambio de tendencia se vio impulsado por un mayor volumen de activos frente a Polonia y la República Checa, al tiempo que se mantenía la tendencia al alza de los activos frente a Rusia y Turquía. A finales de 2012, Rusia y Turquía juntas concentraron el 47% del total de crédito transfronterizo en circulación dirigido a países emergentes europeos, por encima del 44% registrado a finales de 2011. En Hungría, los activos

⁸ El impacto en la región Asia-Pacífico de la retirada internacional de los bancos de la zona del euro ha sido analizada en «Cambio de rumbo de los patrones del crédito en Asia emergente», Informe Trimestral del BPI, diciembre de 2012.

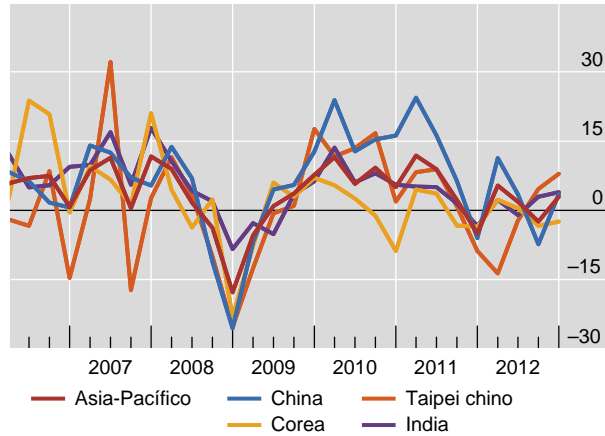
⁹ Las estadísticas bancarias territoriales del BPI por lugar de residencia se describen en la nota número 2 al pie de página.

Tasas de crecimiento de los activos transfronterizos frente a residentes en economías emergentes¹

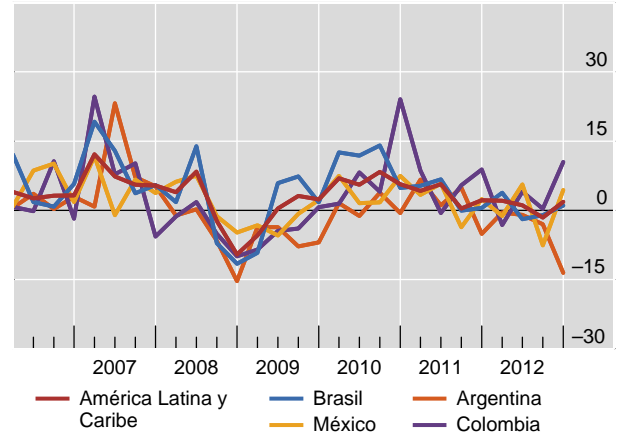
En porcentaje

Gráfico 3

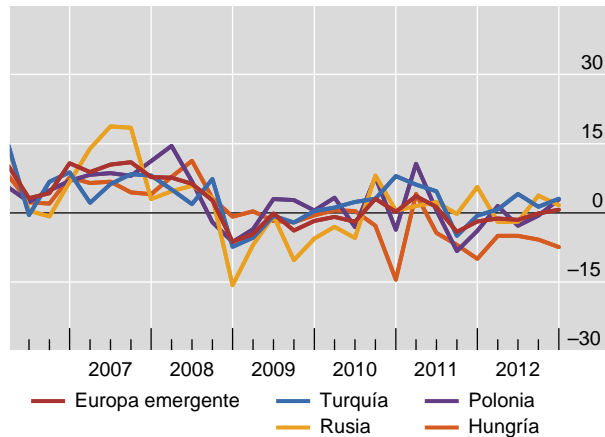
Asia-Pacífico



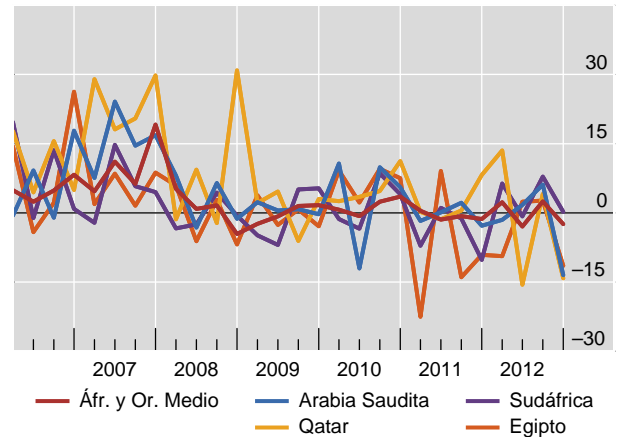
América Latina y Caribe



Europa emergente



África y Oriente Medio



¹ Tasas de crecimiento trimestrales de los activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI (incluidas posiciones intragrupo) en todas las monedas.

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

transfronterizos volvieron a disminuir (3 800 millones de dólares o 7,4%), con lo que la contracción para 2012 se situó en el 21%. En términos porcentuales, esta disminución frente a Hungría tan solo fue superada en Europa por la del 31% registrada en Grecia en 2012.

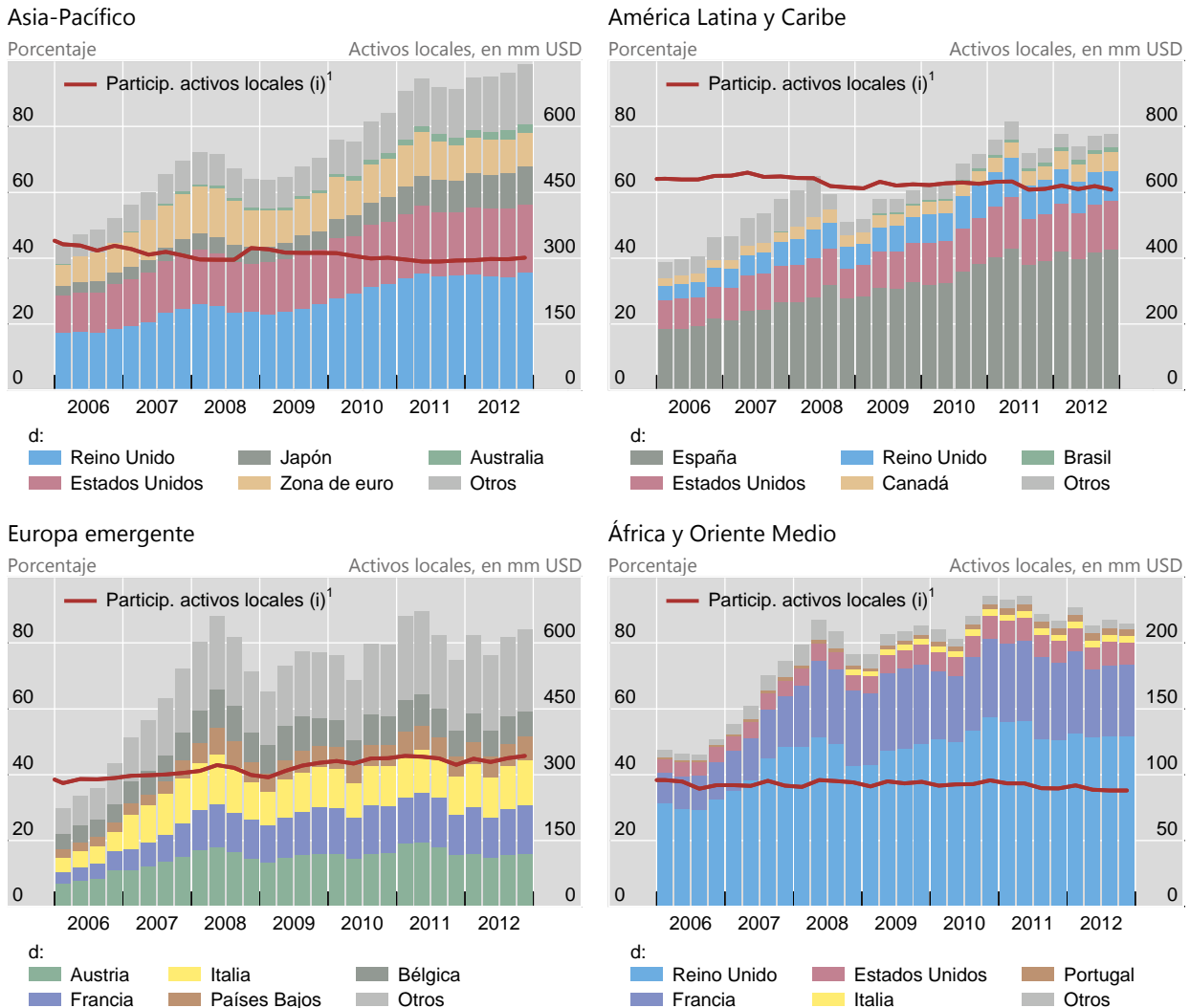
Además de conceder más crédito transfronterizo, en 2012 los bancos declarantes al BPI también ampliaron sus operaciones locales en las economías de mercado emergentes. En términos consolidados, el crédito concedido por sucursales de bancos extranjeros en mercados emergentes alcanzó los 2,4 billones de dólares a finales de 2012, superando los 2,2 billones de finales de 2011 (sin ajustar por variaciones del tipo de cambio). Dicha expansión se vio impulsada sobre todo por el aumento de los activos locales frente a Asia-Pacífico y los países emergentes de Europa (Gráfico 4, paneles izquierdos).

El aumento tanto de las posiciones transfronterizas como de las locales hizo que la cuota de participación del crédito concedido a nivel local en el total de

Operaciones locales en economías de mercado emergentes, por región.

Cinco mayores sistemas bancarios exteriores en función de su volumen de activos locales.

Gráfico 4



¹ «Proporción de activos locales» se calcula como el porcentaje de los activos de oficinas bancarias extranjeras en moneda local frente a residentes en estas regiones en el total de activos exteriores frente a dicha región. Los activos exteriores incluyen activos transfronterizos y activos locales de oficinas bancarias en el extranjero frente a los residentes en el país de acogida. Los cinco mayores sistemas bancarios extranjeros corresponden a los cinco sistemas bancarios declarantes con el mayor volumen de activos locales frente a la región para los que se dispone de datos.

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

activos exteriores frente a economías de mercado emergentes prácticamente no variara, manteniéndose en torno al 46% en total, pese a que la importancia relativa de los activos locales varió considerablemente entre regiones. En América Latina y el Caribe, se mantuvo estable alrededor del 60% y los países emergentes europeos aumentó hasta aproximadamente el 46% (Gráfico 4, paneles superior derecho e inferior izquierdo). En cambio, en las regiones de Asia-Pacífico y África y Oriente Medio se produjeron ligeras disminuciones hasta situarse dicha participación en torno al 40% y el 35% respectivamente.

El patrón de distribución de activos locales frente a residentes en economías de mercado emergentes también fue muy dispar desde la perspectiva de los sistemas bancarios declarantes. A finales de 2012, los bancos británicos fueron los principales

prestamistas locales en África y Oriente Medio (60%) y los bancos españoles los de mayor presencia local en América Latina y el Caribe (55%) (Gráfico 4, paneles derechos). En cambio, las economías emergentes de Europa y la región de Asia-Pacífico siguieron un patrón más variado en cuanto a actividades locales de bancos extranjeros, con menores cuotas de mercado por parte de los mayores sistemas bancarios (19% para los bancos australianos y 36% para los británicos respectivamente). Los bancos con sede en economías emergentes han ganado peso en operaciones bancarias locales en países de su misma región. Por ejemplo, en el cuarto trimestre de 2012, en América Latina y el Caribe, los bancos brasileños se situaron entre los cinco sistemas bancarios más importantes en base a la envergadura de sus operaciones locales.

Mercado extrabursátil de derivados en el segundo semestre de 2012

El mercado extrabursátil (OTC) de derivados se contrajo ligeramente en la segunda mitad de 2012. El importe notional de los contratos en circulación se redujo un 1% hasta los 633 billones de dólares, al tiempo que el coste de reposición a precios de mercado (su valor bruto de mercado) cayó un 3% hasta quedar ligeramente por debajo de los 25 billones de dólares¹⁰. Las exposiciones crediticias relacionadas con estos contratos (tras realizar las compensaciones exigibles legalmente, pero antes de incluir garantías) se mantuvieron bastante estables, finalizando el periodo a un 14,7% de los valores brutos de mercado.

En el importante segmento de contratos sobre tasas de interés, las variaciones compensatorias en *swaps* y en contratos a plazo sobre tasas de interés (*forward rate agreements* o FRA) relacionados con diversos aspectos de la compensación centralizada hicieron que, en total, los importes notionales en circulación prácticamente no variaran (-1%). Las posiciones con *swaps* se contrajeron en 9 billones de dólares hasta los 370 billones, al acelerarse la compresión de las operaciones con entidades de contrapartida central (ECC)¹¹. Al mismo tiempo, las posiciones con FRA se incrementaron en 7 billones de dólares hasta los 71 billones, al compensarse cada vez más derivados de este tipo de manera centralizada, lo que incrementa de forma automática el volumen de contratos¹². Todo ello quedó reflejado en el incremento por valor de 17 billones de dólares de las posiciones con FRA con instituciones financieras que son intermediarios, categoría que incluye a entidades de contrapartida central (CCP) (Gráfico 5, panel izquierdo).

Pese a la estabilidad que mostraron en general las posiciones con derivados sobre tasas de interés, se produjeron reducciones significativas en el caso de ciertas monedas y rangos de vencimiento, probablemente como reflejo de una menor demanda de cobertura. Más concretamente, las posiciones referenciadas a las tasas

¹⁰ Al haberse depreciado el dólar estadounidense en general frente a otras monedas durante este periodo (un 3% en términos ponderados en función de los flujos comerciales), las posiciones declaradas en esta moneda han infravalorado ligeramente la contracción subyacente tanto en volumen como en valor.

¹¹ Véase www.trioptima.co.uk/resource-center/statistics/triReduce.html.

¹² Véase «Compensación centralizada y estadísticas sobre derivados OTC», *Informe Trimestral del BPI*, junio 2011.

Derivados extrabursátiles

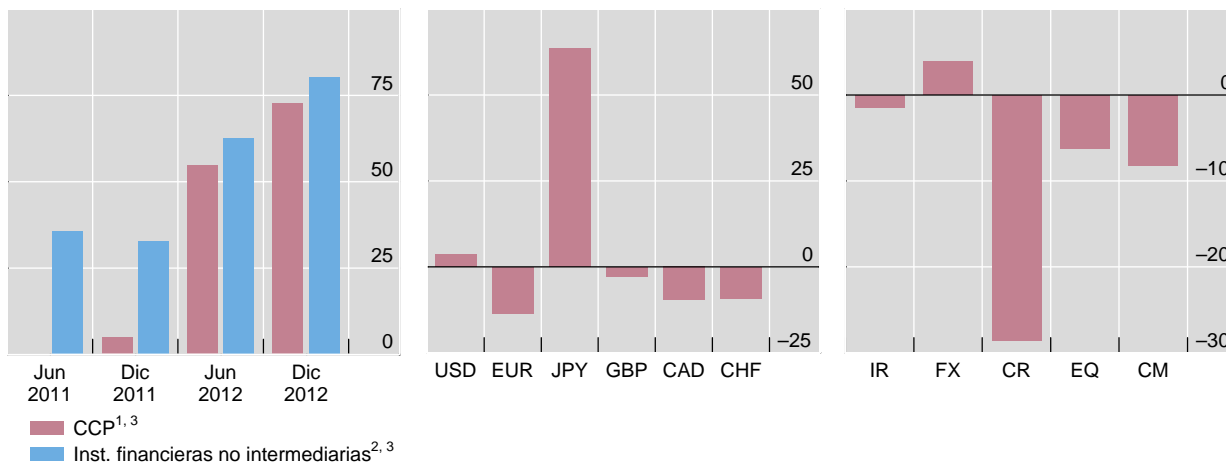
En porcentaje

Gráfico 5

Forward rate agreements; proporción con las contrapartes enumeradas.

Derivados de divisas; variación del volumen de mercado bruto⁴.

Todos los segmentos del mercado; variación del volumen de mercado bruto⁴.



CAD = dólar canadiense; CHF = franco suizo; EUR = euro; GBP = libra esterlina; JPY = yen; USD = dólar estadounidense. CM = contratos sobre materias primas; CR = *swaps* de incumplimiento crediticio; EQ = contratos vinculados a índices bursátiles; FX = contratos sobre divisas; IR = contratos sobre tasas de interés.

¹ Proporción de volúmenes nominales declarados al Global Trade Repository a través de entidades de contrapartida centrales (CCP). ² Proporción de volúmenes nominales declarados al BPI a través de instituciones financieras no intermediarias (incluidas CCP). ³ Cifras no ajustadas por doble cómputo cuando las posiciones bilaterales se transfieren a CCP. ⁴ Variación entre finales de junio de 2012 y finales de diciembre de 2012.

Fuentes: bancos centrales de los países del G-10, Australia y España; DTCC; TriOptima; BPI.

de interés del dólar estadounidense y el yen japonés se redujeron un 9%, mientras que aquellas con vencimientos a un año o menos disminuyeron un 8%. Tal vez los participantes en el mercado dejaron que vencieran muchas de sus coberturas frente a tasas de interés en dólares y el yenes al percibir poco riesgo entorno a ellas. Durante el trimestre analizado, la Reserva Federal anunció que esperaba mantener su política de tasas a niveles excepcionalmente bajos durante un periodo prolongado y el Banco de Japón amplió en tres ocasiones sus planes de adquisición de activos, en consonancia con un periodo prolongado de política de tasas cercanas a cero.

Las posiciones con derivados sobre divisas también variaron muy poco en general (+1%), aunque los referenciados al franco suizo siguieron cayendo. Las posiciones en francos suizos se contrajeron un 5% durante el periodo, situándose así en el 21% la disminución acumulada desde poco antes de que el Banco Nacional de Suiza limitara el valor máximo del franco frente al euro. La caída acumulada de la inversión en opciones sobre el franco suizo fue particularmente acusada, un 46%.

En cambio, el valor de mercado de los derivados sobre divisas aumentó ligeramente en términos generales (4%) como reflejo del fuerte crecimiento de los contratos referenciados al yen japonés. El valor bruto de mercado de los contratos vinculados a esta moneda aumentó un 63%, sobre todo debido a la revaluación de contratos a plazo y *swaps* (Gráfico 5, panel central). Esta evolución coincidió con una depreciación del yen del 9% frente al dólar y del 8% de media frente a las monedas de sus socios comerciales, al anticipar cada vez más los participantes en el mercado

el cambio de Gobierno a finales de año y la subsiguiente expansión monetaria en Japón.

En el mercado de *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS), los volúmenes de contratos en circulación siguieron disminuyendo, más concretamente un 7%, hasta los 25 billones de dólares, muy por debajo del máximo de 58 billones de dólares alcanzado a finales de 2007. La contracción de la actividad comercial continuó eliminando los contratos redundantes y se firmaron menos operaciones nuevas que en el semestre anterior. Las posiciones de referencia única cayeron un 8% y las de referencia múltiple lo hicieron un 5%. Las posiciones abiertas de protección crediticia para deuda financiera y no financiera, así como hipotecas y otros títulos garantizados con activos, disminuyeron, mientras que para deuda soberana se mantuvieron relativamente estables.

El valor de mercado de los contratos de CDS en circulación se redujo aún más abruptamente que los importes nominales. En su conjunto, la caída fue de un 29%, con disminuciones similares para los contratos tanto de referencia única como múltiple (Gráfico 5, panel derecho). Las primas de CDS se redujeron para muchos deudores de la zona del euro en el segundo semestre de 2012, aproximándose a las medias históricas a medida que fue remitiendo la gravedad de la crisis de la deuda en la región. Lo anterior sugiere que, en muchos casos, la expectativa de riesgo de impago volvió a los niveles predominantes cuando se firmaron los contratos, reduciéndose así sus valores de mercado.

La proporción de CDS compensados de forma centralizada permaneció baja y creciendo apenas del 14% al 15% del total de contratos de referencia múltiple, mientras que para los de referencia única el porcentaje permaneció en el 8%¹³, todo ello a pesar del objetivo del G-20 de que todos los derivados OTC estandarizados se compensaran de forma centralizada para finales de 2012.

En el segmento de derivados sobre acciones, los importes nominales apenas variaron (-1%). En concreto, las posiciones con contratos a plazo y *swaps* se incrementaron un 9% mientras que las opciones retrocedieron un 5%. Gran parte de esta última caída se debió a las opciones adquiridas por intermediarios, que sin embargo mantuvieron su volumen de opciones vendidas, de ahí los correspondientes ingresos por primas. Los valores de mercado de las opciones en circulación también disminuyeron (10%), mientras que aumentaron para contratos a plazo y *swaps* (6%).

En el caso de derivados sobre materias primas en circulación, se redujeron tanto los importes nominales como el valor de mercado. Los importes nominales lo hicieron un 14% y el valor bruto de mercado un 8%.

¹³ La compensación centralizada, calculada como $0,5x/(y-0,5x)$, siendo x el volumen de contratos a través de CCP e y el volumen total de contratos, hace que se duplique el volumen de contratos.

¿Han aprovechado las empresas las tasas de interés bajas para obtener financiación barata?

Las sociedades no financieras han incrementado notablemente su emisión de bonos tras la crisis financiera global. Las ventas netas de bonos y pagarés por parte de estas sociedades creció desde un promedio cercano a 30 000 millones de dólares al año entre 2001 y 2006 a casi 70 000 millones en el periodo 2010–12 (Gráfico A, línea azul en el panel izquierdo)①. A finales de marzo de 2013, la emisión neta acumulada en los doce meses anteriores se situó justo por debajo de los 100 000 millones de dólares, el máximo histórico registrado. Una proporción significativa de la emisión por parte de sociedades no financieras corrió a cargo de empresas con calificación inferior al grado de inversión. En los doce meses hasta finales de marzo de 2013, las empresas con calificación BBB- o inferior obtuvieron 29 000 millones de dólares (bruto) en el mercado de bonos (Gráfico A, áreas sombreadas en el panel izquierdo) o 19% del total de la emisión bruta por parte de entidades no financieras. En términos absolutos, se trata de la mayor emisión jamás registrada, aunque en términos relativos no llega al 25% alcanzado por el segmento de alta rentabilidad a finales de 2006/principios de 2007 y del 23% a principios de 2011.

El incremento en la emisión por sociedades no financieras fue el contrapunto de la contracción de la emisión por entidades financieras. Las ventas netas de bonos y pagarés por instituciones financieras de todo el mundo alcanzaron su máximo de algo más de 400 000 millones de dólares en los 12 meses hasta finales de mayo de 2006 y luego cayeron hasta situarse en la franja de los 150 000 – 200 000 millones de dólares anuales entre 2008 y 2012. En los 12 meses anteriores a marzo de 2013, la emisión neta por parte de instituciones financieras se situó en apenas 32 000 millones de dólares, el nivel más bajo en más de una década.

El incremento de la emisión de bonos por las sociedades no financieras durante la crisis financiera y poco después de la misma fue, al menos en parte, una reacción ante la reducida disponibilidad de financiación bancaria, pero este factor parece haber perdido importancia últimamente. El préstamo sindicado, un sustituto muy cercano de la emisión de bonos, se contrajo drásticamente en 2008 y 2009, pero comenzó a aumentar de nuevo a finales de 2010 (Gráfico A, panel derecho). El número de nuevas líneas de crédito firmadas tocó techo a finales de 2011, pero el continuo crecimiento de la financiación a empresas con baja calificación sugiere que esta evolución seguramente se debió a una menor demanda de este tipo de financiación por parte de empresas con calificación de grado de inversión y no a una menor oferta de fondos.

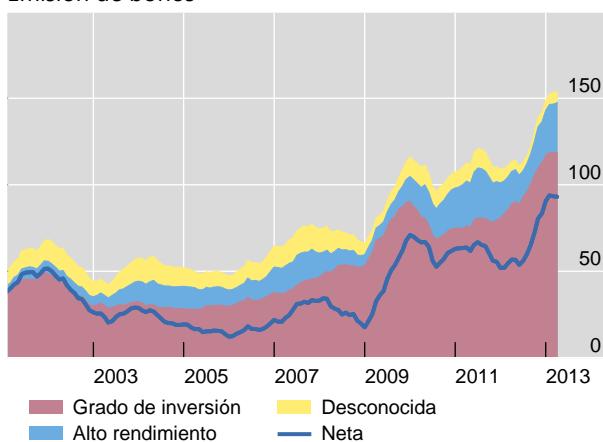
① Los datos sobre volúmenes abarcan emisiones internacionales y nacionales sindicadas por bancos internacionales.

Financiación de sociedades no financieras¹

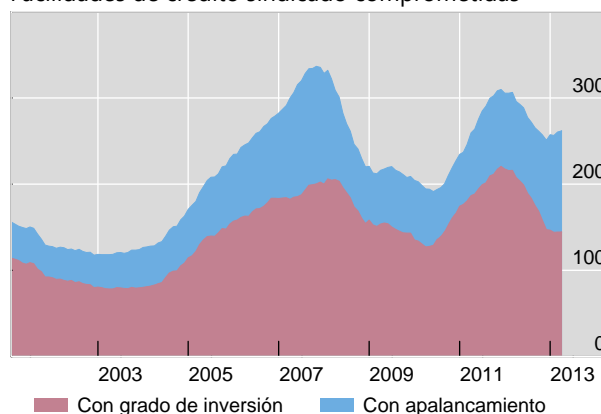
En miles de millones de dólares de EEUU

Gráfico A

Emisión de bonos



Facilidades de crédito sindicado comprometidas



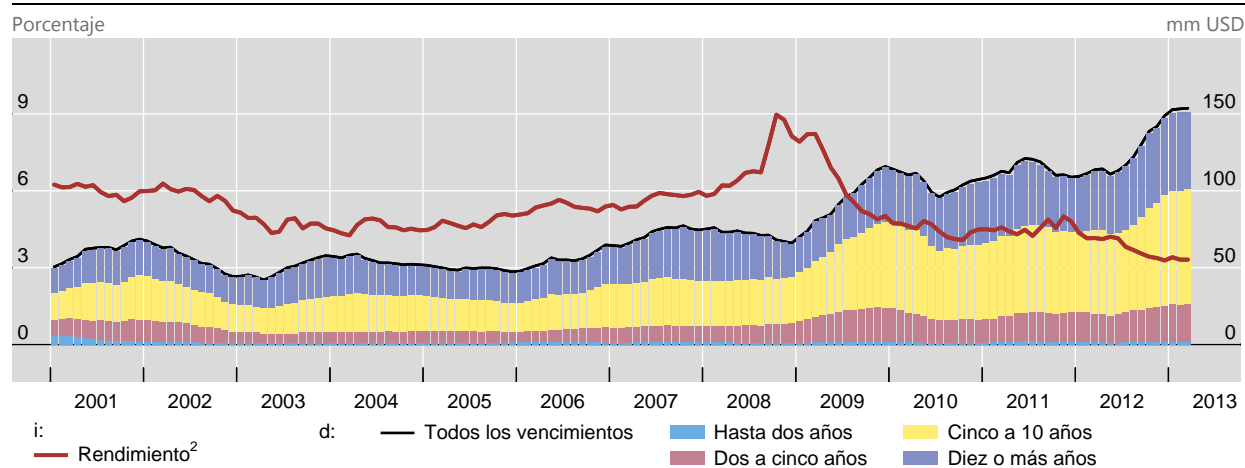
¹ Media móvil de doce meses.

Fuentes: Dealogic; cálculos del BPI.

Aunque las empresas que obtienen financiación en el mercado de préstamos sindicados tienden a ser más pequeñas que las que emiten bonos propios, existe cierto solapamiento entre ambos mercados. Así pues, una posible explicación de la tendencia hacia la emisión de bonos en detrimento de los préstamos sindicados podría ser que las empresas estén aprovechando las bajas tasas de interés para asegurarse condiciones de financiación favorables. Las rentabilidades de los bonos corporativos se dispararon durante la crisis, para volver luego rápidamente a niveles mínimos sin precedente (Gráfico B). Los préstamos sindicados tienden a pagar tasas de interés variables mientras que los cupones de bonos corporativos suelen ser fijos, lo que permite a los emisores fijar tasas bajas. Esta hipótesis también queda respaldada por el hecho de que la mayor parte de la emisión realizada por entidades no financieras fuera a largo plazo. Más de un tercio de la emisión total de bonos emitidos en 2010 y años posteriores tenían vencimientos a diez años o más, y casi la mitad tenían vencimientos entre cinco y diez años. Ahora bien, esta distribución de vencimientos no es en absoluto infrecuente y la proporción de bonos corporativos a muy largo plazo es de hecho menor de lo que era en los años inmediatamente anteriores a la crisis, cuando fluctuaba en torno al 40%. Todo esto corrobora solo en parte la hipótesis de que el sector empresarial no financiero haya aprovechado las bajas tasas de interés para garantizarse una financiación barata a largo plazo.

Emisión de bonos por vencimiento original¹

Gráfico B



¹ Emisiones de sociedades no financieras en cualquier mercado. ² Tasa interna de rendimiento (YTM); índice Bank of America Merrill Lynch Global Broad Market Corporate High Yield.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Dealogic; cálculos del BPI.