

## Aspectos más destacados de las estadísticas internacionales del BPI<sup>1</sup>

*Los bancos declarantes al BPI redujeron sus activos transfronterizos en el segundo trimestre de 2013, en concreto frente a prestatarios distintos de bancos, que registraron su mayor caída desde finales de 2011. La exposición crediticia bruta en el mercado extrabursátil (OTC) de derivados aumentó pese a la considerable caída de los valores de mercado. En este capítulo se incluyen tres recuadros. El primero analiza cómo afectaron al crédito transfronterizo hacia economías de mercado emergentes los anuncios de la Reserva Federal en mayo que apuntaban a una retirada gradual de las compras de activos a gran escala. El segundo recuadro analiza la emisión de bonos internacionales denominados en monedas de mercados emergentes. El tercero actualiza estimaciones anteriores sobre la relación entre el volumen de contratación en los mercados de divisas y las transacciones por cuenta corriente y niveles de renta de los países, utilizando para ello los datos más recientes de la Encuesta Trienal del BPI.*

En el segundo trimestre de 2013, los activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI se redujeron tras haber permanecido estables en el periodo anterior. La considerable reducción de los activos transfronterizos frente a prestatarios de economías avanzadas y, en menor medida, centros extraterritoriales, se vio compensada tan solo en parte por un ligero incremento en el crédito transfronterizo dirigido a prestatarios de mercados emergentes. Ahora bien, tras el tímido incremento total en el crédito dirigido a los mercados emergentes se ocultan diferencias significativas entre países. El anuncio por parte de la Reserva Federal abriendo la puerta a una posible «aminoración» en las compras a gran escala de activos coincidió con acusadas reducciones en el crédito transfronterizo dirigido a algunas de las mayores economías de mercado emergentes, tales como Brasil, la India, Rusia y Sudáfrica. A diferencia de lo ocurrido en trimestres anteriores, las entidades declarantes al BPI redujeron el crédito transfronterizo frente a todos los sectores, mientras que en el pasado, un menor nivel de crédito a los bancos había ido de la mano de un mayor nivel de préstamos a las entidades no bancarias.

<sup>1</sup> Los autores de este artículo son Adrian van Rixtel ([adrian.vanrixtel@bis.org](mailto:adrian.vanrixtel@bis.org)) para la sección sobre el sector bancario y Jacob Gyntelberg ([jacob.gyntelberg@bis.org](mailto:jacob.gyntelberg@bis.org)) para la sección sobre derivados. El soporte estadístico ha corrido a cargo de Pablo García (sector bancario) y Denis Pètre (derivados).

## El mercado bancario internacional en el segundo trimestre de 2013

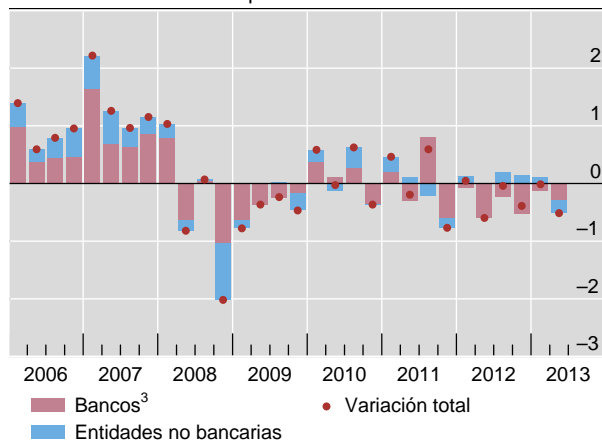
Los activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI se redujeron en 515 000 millones de dólares (1,8%) entre finales de marzo y finales de junio de 2013 (Gráfico 1, panel superior izquierdo)<sup>2</sup>. Con esta contracción, el crédito transfronterizo total en circulación a finales de junio de 2013 se situó en 28,3 billones de dólares, un 1,2% menos que en el mismo trimestre del año anterior.

### Evolución de los activos transfronterizos<sup>1</sup>

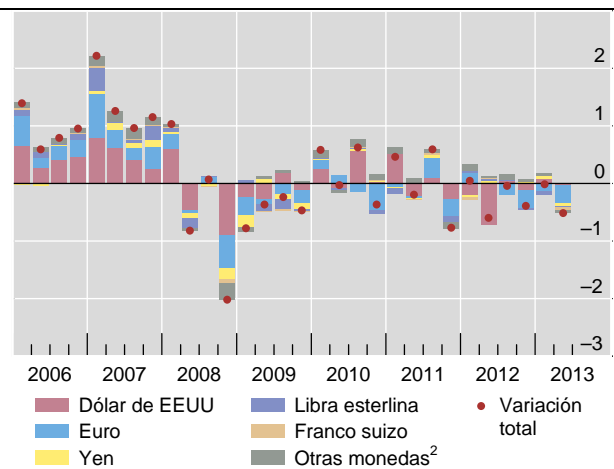
Variación ajustada por el tipo de cambio y rupturas en las series, en billones de dólares de EEUU

Gráfico 1

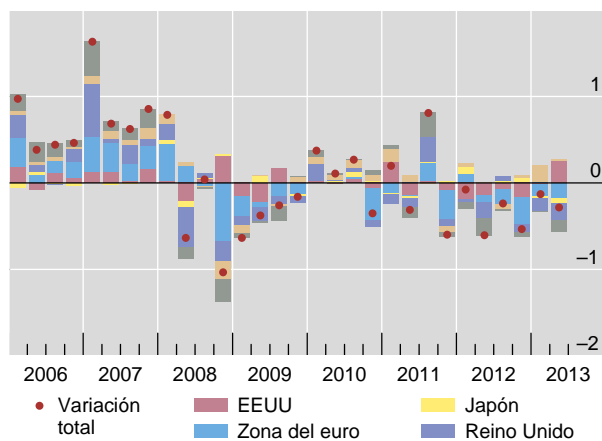
Por sector de la contraparte



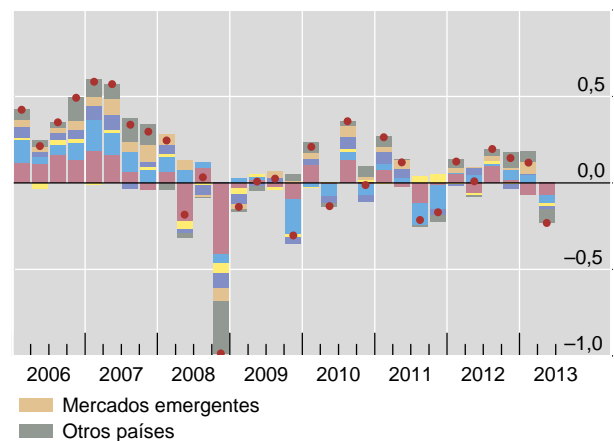
Por moneda



Por país de residencia de la contraparte, bancos<sup>3</sup>



Por país de residencia de la contraparte, entidades no bancarias



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

<sup>3</sup> Incluye activos no asignados por sector de la contraparte.

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

<sup>2</sup> 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 fluctuaciones del tipo de cambio y rupturas en las series.

Los activos transfronterizos se redujeron en todas las monedas principales, especialmente aquellos denominados en euros (–315 000 millones de dólares o 3,2%), francos suizos (–48 000 millones de dólares o 11%) y yenes japoneses (–43 000 millones de dólares o 3,5%) (Gráfico 1, panel superior derecho).

En el segundo trimestre de 2013, se produjo la primera contracción sustancial de los activos transfronterizos de los bancos frente a entidades no bancarias desde finales de 2011. Los activos frente a estos prestatarios —incluidas las instituciones financieras no bancarias, los gobiernos y las empresas— se redujeron en 231 000 millones de dólares (2,0%) (Gráfico 1, panel superior izquierdo) hasta situarse en 11,4 billones de dólares. La reducción afectó sobre todo a las entidades no bancarias residentes en economías avanzadas y en menor medida en otros países (principalmente centros extraterritoriales) (Gráfico 1, panel inferior derecho).

Los activos transfronterizos interbancarios, incluidas las posiciones frente a oficinas relacionadas, también se contrajeron durante este trimestre en 285 000 millones de dólares (1,7%) hasta situarse en 16,8 billones (Gráfico 1, panel inferior izquierdo), continuándose así con la tendencia evidente desde el cuarto trimestre de 2011.

El crédito transfronterizo no evolucionó por igual en las distintas regiones. Los activos frente a economías avanzadas se redujeron en 470 000 millones de dólares (2,2%), lo que supuso el 91% de la reducción global del crédito transfronterizo. Los activos frente a centros extraterritoriales retrocedieron en 70 000 millones de dólares (1,9%). En cambio, los activos transfronterizos frente a economías de mercado emergentes experimentaron un tímido incremento por valor de 23 000 millones de dólares (0,7%).

## Crédito a economías avanzadas

Los activos frente a prestatarios no bancarios de economías avanzadas disminuyeron en 181 000 millones de dólares (2,2%) en el segundo trimestre de 2013. Esta fue la primera reducción significativa en las posiciones frente a instituciones no bancarias desde finales de 2011 y casi anuló el incremento acumulado en 2012. El descenso fue generalizado, si bien afectó especialmente a los prestatarios no bancarios de Estados Unidos, la zona del euro, Reino Unido, Japón y Suiza.

Las estadísticas bancarias consolidadas<sup>3</sup> proporcionan más detalles sobre los tipos de prestatarios no bancarios afectados. Gran parte de esta contracción se explica por la caída de los activos frente al sector público, en particular en Estados Unidos y Japón. La proporción que representa el sector público en el total consolidado de activos internacionales<sup>4</sup> frente a prestatarios estadounidenses se redujo al 22% a finales de junio de 2013, respecto del 25% de finales de 2012. En el caso de Japón, esa participación se redujo hasta el 6,7% a finales de junio de 2013,

<sup>3</sup> Las estadísticas bancarias consolidadas se estructuran en función de la nacionalidad de los bancos declarantes y se presentan consolidadas a nivel mundial, es decir, excluyendo 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.

<sup>4</sup> 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.

frente al 9,3% a finales de 2012. En cambio, la participación del sector público en los activos frente a la zona del euro se mantuvo estable en torno al 19%.

Los activos frente a bancos de economías avanzadas continuaron retrocediendo, pero a un ritmo algo más lento (en concreto, -289 000 millones de dólares (2,2%) en el segundo trimestre de 2013). La contracción sostenida de la actividad interbancaria internacional se concentró en los bancos del Reino Unido (-198 000 millones de dólares o 5,9%) y la zona del euro (-170 000 millones de dólares o 3,4%) (Gráfico 1, panel inferior izquierdo). Los activos frente a bancos de Japón y Suiza también se redujeron. Los bancos estadounidenses fueron una excepción en medio de la contracción generalizada, ascendiendo los nuevos activos frente al sector a 250 000 millones de dólares (+11%). Aproximadamente la mitad de la reducción en las posiciones interbancarias de los bancos con sede en economías avanzadas se produjo frente a oficinas relacionadas<sup>5</sup>.

Con la reducción de la financiación interbancaria, los bancos han recurrido cada vez más a financiación procedente de instituciones no bancarias. La financiación transfronteriza concedida por instituciones no bancarias a bancos declarantes de economías avanzadas creció en 224 000 millones de dólares (4,3%) en el segundo trimestre de 2013, hasta representar prácticamente un tercio de todos los pasivos transfronterizos de los bancos. Las instituciones no bancarias estadounidenses y británicas aportaron 107 000 millones de dólares (+6,1%) y 71 000 millones de dólares (+6,5%) respectivamente a la financiación transfronteriza de los bancos declarantes.

## Crédito a economías de mercado emergentes

Los activos transfronterizos de los bancos declarantes frente a prestatarios de las economías de mercado emergentes experimentaron un ligero aumento de 23 000 millones de dólares (0,7%) en el segundo trimestre de 2013<sup>6</sup>, tras el crecimiento récord de 266 000 millones de dólares registrado durante el trimestre anterior. Los activos frente a bancos se incrementaron en 25 000 millones de dólares (1,4%), mientras que las posiciones frente a no bancos cayeron en 1 800 millones de dólares (0,1%).

La significativa ralentización del crédito transfronterizo dirigido a las economías de mercado emergentes en el segundo trimestre de 2013 llegó de la mano de una acusada volatilidad en el mercado financiero. Tal circunstancia se produjo tras los anuncios en el mes de mayo por parte de la Reserva Federal que anticipaban la reducción gradual de las compras de activos a gran escala. La perspectiva de esta llamada «aminoración» afectó a los precios de los activos en algunas de las mayores economías de mercado emergentes, como por ejemplo Brasil, la India, Rusia y Sudáfrica. La actividad bancaria internacional siguió prácticamente el mismo patrón. Puede consultarse un análisis más detallado en el Recuadro 1.

<sup>5</sup> Información extraída de las estadísticas bancarias territoriales (*locational*) del BPI por nacionalidad, que informan sobre la actividad bancaria de los bancos con actividad internacional residentes en el país declarante en función de la nacionalidad del banco matriz al que pertenecen. Estas estadísticas desglosan las posiciones frente a bancos en posiciones frente a oficinas relacionadas situadas en el extranjero (posiciones intragrupo), otros bancos (no relacionados) e instituciones monetarias oficiales. Para obtener más detalles, véase *Guidelines to the international banking statistics*.

<sup>6</sup> Las estadísticas bancarias territoriales del BPI por lugar de residencia se describen en la nota número 2 al pie de página.

El crédito transfronterizo concedido a prestatarios de América Latina y el Caribe fue el que más se contrajo, concretamente en 27 000 millones de dólares (4,0%) (Gráfico 2, panel superior derecho), la mayor caída trimestral jamás registrada. Este retroceso se concentró primordialmente en Brasil (-20 000 millones de dólares o 6,2%), si bien el crédito dirigido a algunos otros países latinoamericanos también disminuyó de manera notable (México: -7 500 millones de dólares o 6,0%, Chile: -2 800 millones o 5,0%).

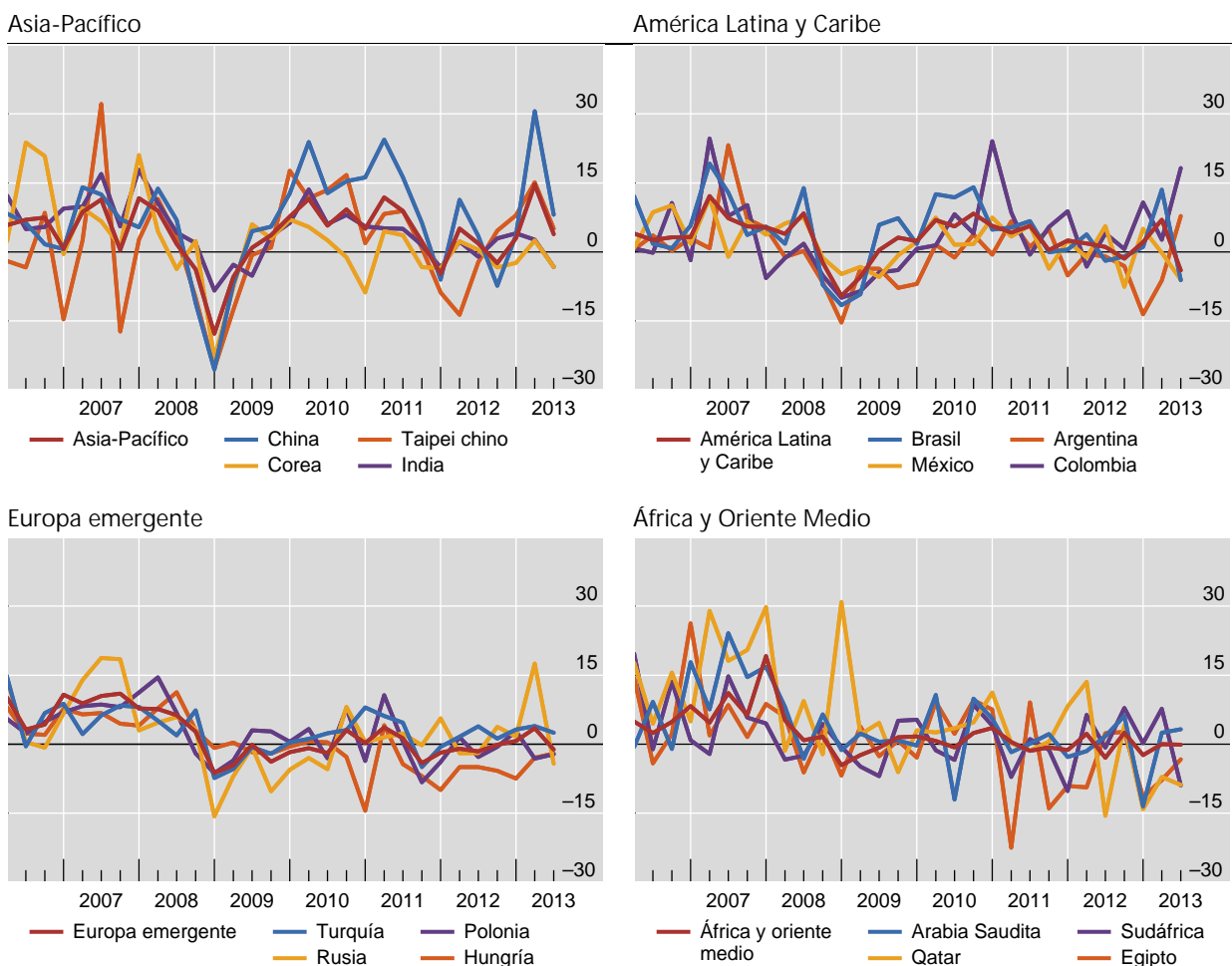
En cambio, los activos frente a economías emergentes de Asia, Europa y África y Oriente Medio permanecieron relativamente estables (Gráfico 2, panel superior izquierdo y paneles inferiores), aunque con variaciones considerables según el país.

En las economías emergentes de Asia, los activos frente a la India y Corea se redujeron en 7 200 millones de dólares (3,3%) y 6 300 millones de dólares (3,3%) respectivamente. En las economías emergentes europeas, los activos transfronterizos frente a Rusia sufrieron un retroceso de 8 000 millones (4,2%). Las

### Tasas de crecimiento de los activos transfronterizos frente a residentes en economías emergentes, por región<sup>1</sup>

En porcentaje

Gráfico 2



<sup>1</sup> Variación intertrimestral 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.

posiciones frente a Polonia y Ucrania se contrajeron en 2 600 millones de dólares (2,2%) y 1 800 millones de dólares (11%), respectivamente. En África y Oriente Medio, los activos frente a Qatar y Sudáfrica disminuyeron de manera significativa (-4 600 millones de dólares o 8,9% y -3 500 millones de dólares o 9,0%, respectivamente).

Por otro lado, el crédito bancario transfronterizo a China, el de mayor envergadura de todo el crédito dirigido a mercados emergentes, continuó creciendo, si bien a un ritmo más lento que en el primer trimestre. En el segundo, los bancos prestaron 54 000 millones de dólares más (8,1%), sobre todo a bancos y oficinas relacionadas (35 000 millones de dólares o 7,8%). China por sí sola acapara ahora el 21% del total de activos transfronterizos frente a prestatarios de mercados emergentes, lo que implica un aumento respecto del 8% de finales de 2007. De hecho, los activos transfronterizos de los bancos declarantes frente a China superan a los activos frente a todas las economías del mundo excepto ocho<sup>7</sup>.

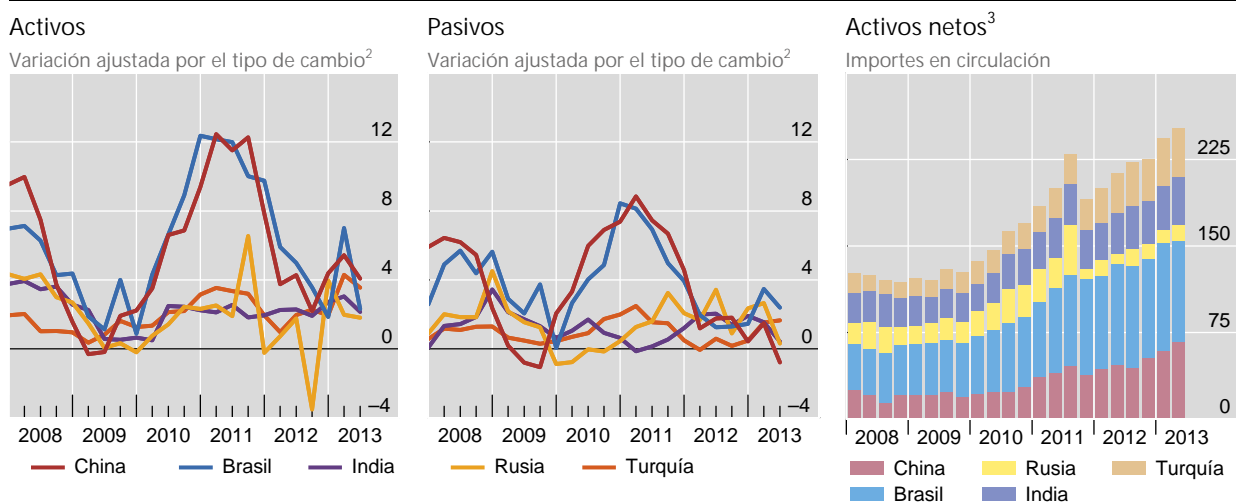
Otro país en el que se produjeron entradas de fondos en el segundo trimestre del año fue Turquía, donde el incremento de los activos frente a bancos y oficinas relacionadas compensó con creces el retroceso en los activos frente a prestatarios no bancarios, siendo el resultado final un incremento de los activos por valor de 4 600 millones de dólares (2,5%). Los activos transfronterizos frente a Arabia Saudita, Gabón, Marruecos, Kuwait y Angola también aumentaron en conjunto en 8 400 millones de dólares.

En muchas economías, el retroceso del crédito transfronterizo se vio compensado por el alto nivel de activos detentados por las oficinas locales de bancos extranjeros. Pese a que el valor en dólares de los activos contabilizados

## Activos y pasivos locales de los bancos declarantes al BPI en las economías de mercado emergentes enumeradas<sup>1</sup>

En miles de millones de dólares de EEUU

Gráfico 3



<sup>1</sup> En moneda local. <sup>2</sup> Medias móviles de cuatro trimestres. <sup>3</sup> Activos locales menos pasivos locales.

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

<sup>7</sup> Según las estadísticas bancarias territoriales por lugar de residencia, los ocho países que más préstamos reciben son: Estados Unidos, el Reino Unido, Francia, Alemania, las Islas Caimán, los Países Bajos, Luxemburgo y Japón.

localmente se redujo en muchas economías en el segundo trimestre, en realidad hubo un incremento si se mide en la moneda local, ya que esta se depreció respecto del dólar estadounidense. En general, una vez corregidos los efectos de las fluctuaciones del tipo de cambio, la media móvil de los cuatro últimos trimestres del crédito proporcionado por las oficinas locales de los bancos declarantes al BPI continuó expandiéndose en el caso de las principales economías de mercado emergentes (Gráfico 3, panel izquierdo). Dicha expansión superó con creces la de los pasivos locales declarados por esos bancos (Gráfico 3, panel central).

## El mercado extrabursátil de derivados en el primer semestre de 2013

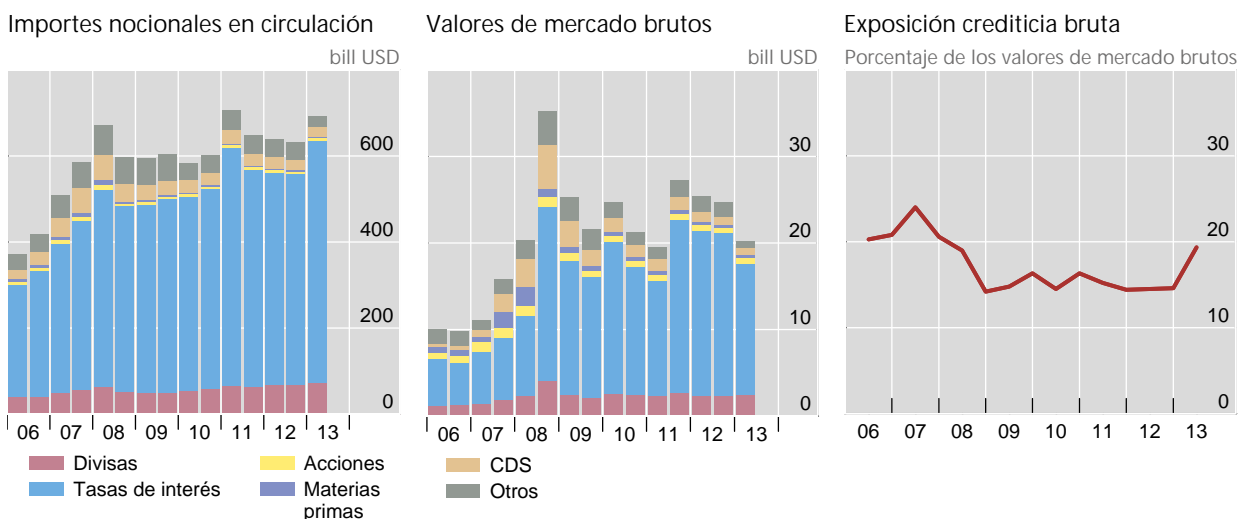
Las últimas estadísticas del BPI sobre los mercados globales OTC de derivados muestran que los importes nominales en circulación ascendieron a 693 billones de dólares a finales de junio de 2013, un 10% más que a finales de diciembre de 2012 (Gráfico 4, panel izquierdo). De esa cantidad, 668 billones correspondieron a operadores de los 13 países que participan en la encuesta semestral del BPI y 25 billones a operadores de los 34 países que participan únicamente en la Encuesta Trienal<sup>8</sup>.

Pese al incremento de las cantidades en circulación, el valor bruto de mercado de todos los contratos, que mide el coste de reposición de los contratos existentes a precios de mercado de finales de junio, se redujo un 19% hasta los 20 billones de dólares (Gráfico 4, panel central). La exposición crediticia bruta, que muestra la

### Derivados OTC mundiales

Por tipo de datos y categoría de riesgo de mercado

Gráfico 4



Fuente: estadísticas del BPI sobre derivados extrabursátiles.

<sup>8</sup> En la encuesta semestral, esta última cantidad se muestra como la parte no asignada del total en circulación. La porción no asignada descendió, pasando del 7% en diciembre de 2012, cuando se basó en la Encuesta Trienal de 2010, al 4% en junio de 2013, cuando se actualizó para reflejar los resultados de la Encuesta Trienal de 2013. Véase [www.bis.org/publ/otc\\_hy1311.htm](http://www.bis.org/publ/otc_hy1311.htm).

exposición de los operadores declarantes teniendo en cuenta los acuerdos de compensación con fuerza legal y por tanto mide el riesgo de contraparte en el mercado OTC de derivados, creció un 8% hasta los 3,9 billones de dólares, o el 20% de los valores brutos de mercado. Esas cifras casi coinciden con las de finales de 2007 (Gráfico 4, panel derecho).

El crecimiento de los importes notacionales en circulación estuvo dominado por la evolución de los derivados sobre tasas de interés y sobre divisas. Las cantidades en circulación de los primeros aumentaron un 15% hasta alcanzar un nuevo máximo histórico de 561 billones de dólares a mediados de 2013 (Gráfico 5, panel izquierdo). Los importes notacionales de derivados sobre divisas en circulación crecieron casi un 9% durante el primer semestre de 2013, hasta alcanzar 73 billones de dólares a finales de junio de 2013. El aumento en los derivados sobre tasas de interés en circulación se vio impulsado por los *swaps* (15%) y los contratos a plazo sobre tasas de interés (FRA) (21%). El crecimiento de los derivados sobre divisas se debió sobre todo a un notable incremento de las opciones.

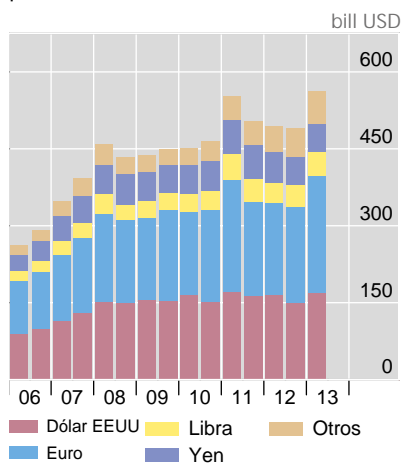
Pese al incremento de las cantidades notacionales, el valor de mercado de los derivados sobre tasas de interés cayó en casi un 20%, ante la caída de los valores de reposición de los *swaps* denominados en dólares estadounidenses, euros y libras esterlinas (Gráfico 5, panel central). Las tasas de los *swaps* en estas monedas aumentaron con fuerza en el primer semestre de 2013, acercándose a los niveles predominantes en el momento en el que se introdujeron muchos *swaps* que llevaban ya un tiempo vigentes.

La caída en el volumen de posiciones entre intermediarios se vio más que compensada por el crecimiento de las posiciones con otras contrapartes financieras. Este fue especialmente el caso en el mercado de FRA, en el que tan solo un 10% de todas las operaciones abiertas son entre intermediarios (Gráfico 5, panel derecho),

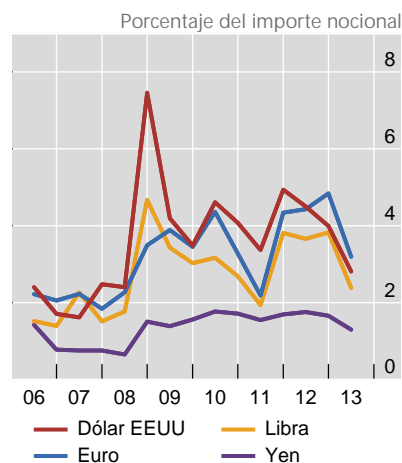
## Derivados sobre tasas de interés

Gráfico 5

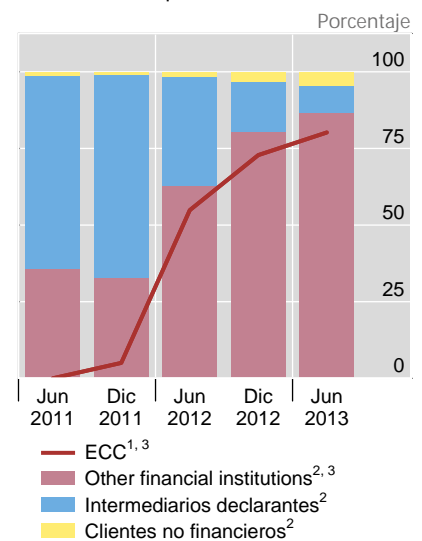
Importes notacionales en circulación, por moneda



Valores de mercado brutos, por moneda



Forward rate agreements; proporción con las contrapartes enumeradas



<sup>1</sup> Proporción de importes notacionales declarados al Global Trade Repository a través de entidades de contrapartida centrales (CCP). <sup>2</sup> Proporción de importes notacionales declarados al BPI. <sup>3</sup> Cifras no ajustadas por doble cómputo cuando las posiciones bilaterales se transfieren a una CCP.

Fuentes: estadísticas del BPI sobre derivados extrabursátiles; DTCC; TriOptima.



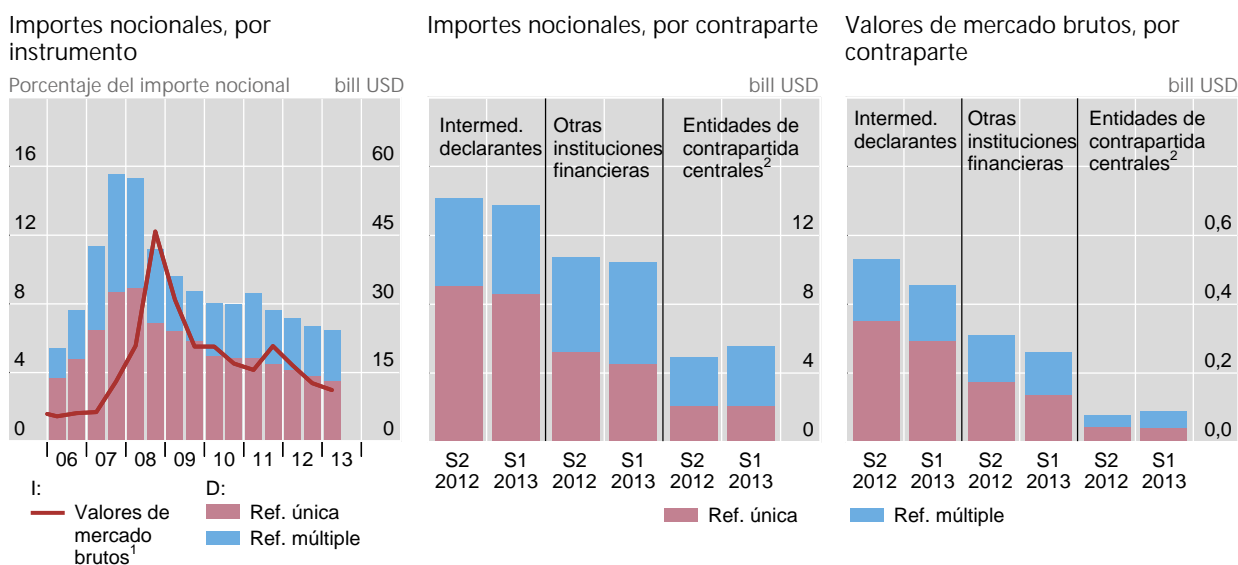
lo que refleja en parte el creciente peso relativo de los contratos con compensación centralizada. Cuando los contratos se compensan a través de entidades de contrapartida centrales (ECC), los volúmenes de contratos declarados al BPI se incrementan porque cada contrato se convierte en dos<sup>9</sup> (Gráfico 5, panel derecho). La compensación centralizada, junto con la notable expansión de la cobertura de la encuesta en un país, hicieron que los valores de mercado de los FRA en circulación se incrementasen de modo ostensible, pasando de 47 000 millones de dólares a finales de 2012 a 168 000 millones de dólares a mediados de 2013.

### Swaps de incumplimiento crediticio (CDS)

Los volúmenes en circulación en el mercado de CDS continuaron su descenso gradual hasta situarse en 24 billones de dólares a finales de junio (Gráfico 6, panel izquierdo). La reducción de los volúmenes en la primera mitad del año reflejó una contracción del número de contratos en circulación combinada con un menor número de contratos nuevos.

Swaps de incumplimiento crediticio (CDS)

Gráfico 6



<sup>1</sup> En porcentaje del importe nominal en circulación. <sup>2</sup> Incluidas en la categoría «Otras instituciones financieras».

Fuente: estadísticas del BPI sobre derivados extrabursátiles.

<sup>9</sup> Una entidad de contrapartida central (ECC) es aquella que media entre las partes de un contrato negociado en uno o más mercados financieros, convirtiéndose en el comprador de todo vendedor y el vendedor de todo comprador. Cuando un contrato de derivados entre dos operadores declarantes se compensa a través de una ECC, ese contrato es reemplazado por dos contratos nuevos por medio de una operación conocida como novación: un contrato entre la contraparte A y la ECC, y un segundo contrato entre la ECC y la contraparte B. Como los datos del BPI recogen todas las posiciones abiertas, incluirían los dos contratos de este ejemplo. Esta medida del tamaño del mercado, es decir, una que incluya todos los contratos en circulación, podría ser adecuada para evaluar el riesgo de contraparte, habida cuenta de que cualquier contrato en circulación podría incumplirse. Ahora bien, este enfoque sobredimensiona el mercado de derivados si se utiliza como aproximación a otros aspectos, como por ejemplo la transferencia de riesgos subyacentes, para lo cual sería más apropiado contabilizar únicamente una vez los contratos compensados de manera centralizada.

El retroceso de los importes nominales en circulación se debió fundamentalmente a la caída de los contratos de referencia única (-8%). En cambio, los contratos de referencia múltiple crecieron por primera vez desde finales de junio de 2011, un 4% hasta los 11 000 millones de dólares. De entre estos últimos, los productos relacionados con índices fueron los que aumentaron un poco más rápido, al 5%. Los volúmenes en circulación de protección crediticia frente a soberanos aumentaron un 10% frente a los niveles de finales de 2012. En cambio, se redujo un 21% la protección en circulación para productos garantizados relacionados con hipotecas y otros títulos garantizados con activos.

Los valores brutos de mercado para CDS continuaron cayendo, un 14% hasta situarse en 725 000 millones de dólares, el nivel más bajo desde junio de 2007 (Gráfico 6, panel izquierdo). Esta evolución vino impulsada por los contratos de referencia única (-18%). Los valores de mercado de los contratos de referencia múltiple también disminuyeron, pero solo un 8%. La contratación entre operadores declarantes siguió suponiendo algo más de la mitad del total de contratos en circulación, mientras que otras instituciones financieras fueron responsables de gran parte del resto con una participación del 43% (Gráfico 6, panel central). La participación de los CDS con compensación centralizada a través de ECC permaneció baja, tan solo un 8% para los contratos de referencia única y un 18% para los de referencia múltiple<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Cifras ajustadas por doble contabilización, al reemplazarse un único contrato entre dos miembros de una CCP por contratos separados entre la CCP y cada una de las contrapartes.

## Los mercados emergentes y la posibilidad de una «aminoración»

Pablo García Luna y Adrian van Rixtel

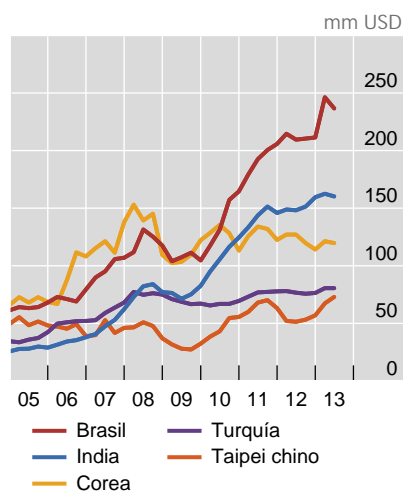
La adopción de una política monetaria acomodaticia en las economías avanzadas tras la crisis financiera global impulsó los flujos de capitales dirigidos hacia las economías de mercado emergentes de rápido crecimiento, presionando al alza sus monedas. Todo ello contribuyó a que se acumularan desequilibrios financieros que a su vez se reflejaron en un incremento del crédito y los precios de los activos. El crédito bancario internacional concedido a estas economías se incrementó enormemente. El volumen de crédito denominado en dólares estadounidenses concedido a economías de mercado emergentes por bancos extranjeros creció rápidamente, sobre todo durante el periodo 2010–11, aunque con notables disparidades entre países (Gráfico A, panel izquierdo). Los pasivos denominados en dólares estadounidenses de Brasil y la India se incrementaron en más del doble desde principios de 2009 hasta finales de junio de 2013, para situarse en 237 000 millones y 160 000 millones de dólares respectivamente. En cambio, en el caso de Turquía y Corea del Sur, el aumento de su endeudamiento en dólares estadounidenses fue más moderado durante el mismo periodo.

El endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos y el aumento de sus tasas de interés incrementarán los costes de refinanciación de la deuda denominada en dólares estadounidenses. Además, las posibles presiones al alza sobre el dólar estadounidense como consecuencia de lo anterior incrementan el valor de esta deuda expresado en la moneda local. Este impacto podría ser menor en el caso de las economías de mercado emergentes con un nivel relativamente bajo de pasivos denominados en dólares estadounidenses en relación a sus exportaciones, que generan divisas. Estos efectos también pueden ser relevantes en relación a pasivos denominados en otras monedas, ya que las subidas de las tasas de interés de Estados Unidos podrían asociarse con mayores tasas de interés de otras economías avanzadas. Al mismo tiempo, los canales son más directos para pasivos denominados en dólares estadounidenses. Este recuadro analiza cómo el crédito transfronterizo concedido a economías relativamente muy expuestas a pasivos en dólares estadounidenses se vio afectado por el anuncio en mayo de 2013 sobre la «aminoración» de las compras de activos a gran escala.

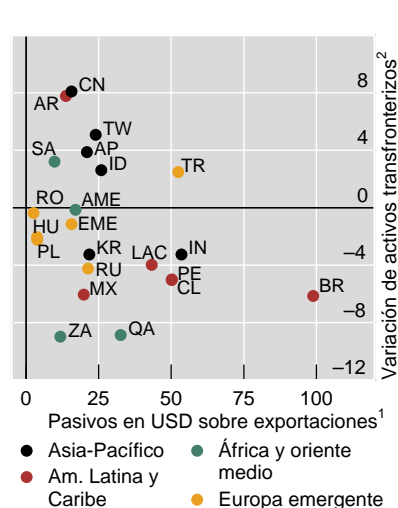
### Actividad bancaria transfronteriza en economías de mercado emergentes

Gráfico A

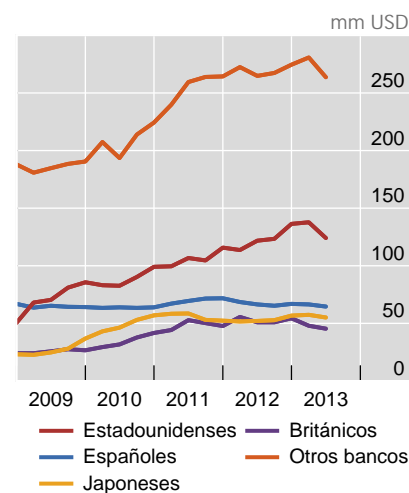
Pasivos en dólares de EEUU de las economías de mercado emergentes enumeradas



Proporción de pasivos en dólares de EEUU y variación de activos transfronterizos



Principales sistemas bancarios acreedores frente a América Latina y el Caribe<sup>3</sup>



AE = Emiratos Árabes Unidos; AME = países emergentes de África y Oriente Medio; AP = países emergentes de Asia-Pacífico; AR = Argentina; BR = Brasil; CL = Chile; CN = China; EME = países emergentes de Europa; HU = Hungría; ID = Indonesia; IN = India; KR = Corea; LAC = países emergentes de América Latina y el Caribe; LR = Liberia; MX = México; PE = Perú; PL = Polonia; QA = Qatar; RO = Rumania; RU = Rusia; SA = Arabia Saudita; TR = Turquía; TW = Taipei Chino; ZA = Sudáfrica.

<sup>1</sup> Activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI en dólares de EEUU en porcentaje de las exportaciones anuales. <sup>2</sup> Crecimiento intertrimestral de los activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI en 2T 2013. <sup>3</sup> Activos internacionales.

Fuentes: FMI, *Direction of Trade Statistics*; estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia y por nacionalidad; estadísticas bancarias consolidadas del BPI (en términos de prestatario inmediato).

Las estadísticas bancarias territoriales del BPI, que incluyen la actividad entre oficinas, muestran que, en el segundo trimestre de 2013, disminuyó el crédito transfronterizo dirigido a un gran número de economías de mercado emergentes con niveles considerables de pasivos denominados en dólares estadounidenses (Gráfico A, panel central). Las economías más afectadas fueron sobre todo las de América Latina, empezando por Brasil (donde los pasivos en dólares estadounidenses representaban el 99% de las exportaciones), seguidos de Chile (50%), Perú (50%) y México (20%). En otras regiones, los activos frente a la India y Rusia también disminuyeron. En cambio, aumentó el crédito transfronterizo concedido a Turquía (52%) y varias economías emergentes de Asia, en particular en el caso del Taipei Chino e Indonesia.

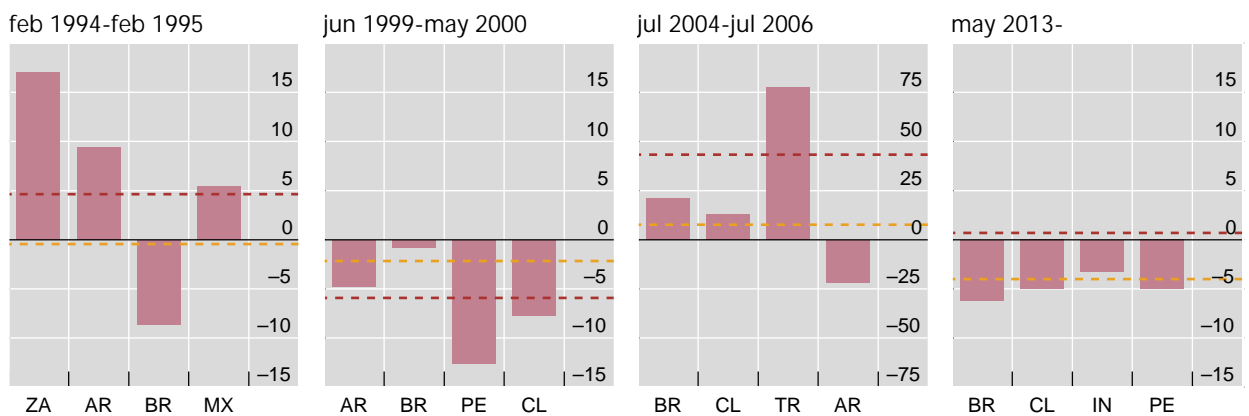
No obstante, no es la primera vez que los países con cantidades relativamente altas de pasivos denominados en dólares estadounidenses, sobre todo de América Latina, se ven intensamente afectados por los comentarios sobre un aminoramiento de la compra de activos; algo similar ha ocurrido en ciclos anteriores de endurecimiento por parte de la Fed. El Gráfico B muestra la oscilación del crédito transfronterizo concedido a las cuatro economías emergentes con la proporción más alta de pasivos denominados en dólares estadounidenses con respecto a sus exportaciones al principio de los cuatro últimos ciclos restrictivos de la política monetaria estadounidense. Estos países, que se han seleccionado entre las 16 economías de mercado emergente más importantes, son sobre todo de América Latina. El crecimiento del crédito transfronterizo a los países latinoamericanos seleccionados fue considerablemente menor que el de los activos frente a todas las economías de mercado emergentes durante el ciclo 2004–06. En el segundo trimestre de 2013, la diferencia fue incluso más pronunciada. Más aún: en tres de los cuatro episodios, los activos transfronterizos frente a América Latina y el Caribe (Gráfico B, línea discontinua de color amarillo) crecieron muy por debajo de los activos frente al conjunto de economías de mercado emergentes (Gráfico B, línea discontinua de color rojo). La única excepción se produjo en el periodo 1999–2000, cuando el crédito transfronterizo frente a los países emergentes de Asia continuó viéndose muy afectado por la crisis asiática.

Las pronunciadas caídas en el crédito a países de América Latina muy expuestos al dólar estadounidense, al coincidir con los comentarios sobre un «aminoramiento» en la compra de activos, podrían corroborar la creciente importancia regional de los bancos estadounidenses (Gráfico A, panel derecho). Estos bancos duplicaron sus activos internacionales frente a América Latina y el Caribe entre principios de 2009 y principios de 2013, cuando rozaron los 140 000 millones de dólares. La participación relativa de los bancos de Estados Unidos en el total del crédito internacional concedido a América Latina es mucho más alta que su participación en el total de activos frente a otras regiones con economías de mercado emergentes. Los activos internacionales de los bancos estadounidenses frente a América Latina y el Caribe se redujeron un 10% en el segundo trimestre de 2013, mucho más que los declarados por otros de los principales sistemas bancarios acreedores.

## Ciclos de endurecimiento de la política monetaria por la Reserva Federal

Variación de los activos transfronterizos durante la fase de endurecimiento en sí y los rumores de aminoración, en porcentaje

Gráfico B



AR = Argentina; BR = Brasil; CL = Chile; IN = India; MX = México; PE = Perú; TR = Turquía; ZA = Sudáfrica

Las líneas discontinuas en rojo y amarillo representan la variación de los activos transfronterizos frente a todas las economías de mercado emergente y frente a América Latina y el Caribe, respectivamente.

En los paneles se muestran los cuatro países con la mayor relación entre pasivos transfronterizos en dólares de EEUU y exportaciones al comienzo de cada ciclo de endurecimiento. La muestra de países incluye Argentina, Brasil, Chile, China, Corea, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Perú, Polonia, Rumania, Rusia, Sudáfrica y Turquía.

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

## ¿Quién emite bonos internacionales denominados en monedas de economías emergentes?

*Branimir Gruić y Philip Wooldridge*

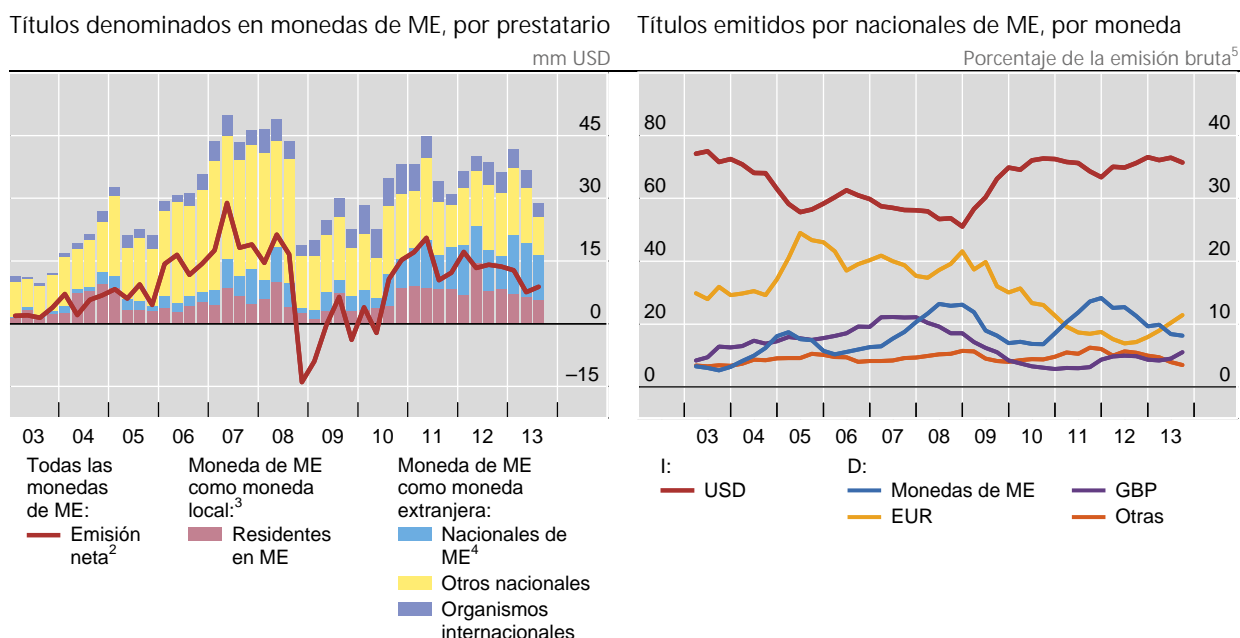
En los últimos trimestres, la demanda de activos de mayor rentabilidad por parte de los inversores ha alentado las emisiones de títulos internacionales de deuda denominados en monedas de mercados emergentes (ME)Ⓞ. En el periodo de enero a septiembre de 2013, la emisión bruta de este tipo de títulos alcanzó un total de 107 000 millones de dólares, ligeramente por debajo de los 115 000 millones de dólares registrados en el mismo periodo de 2012. En términos netos, es decir, tras realizar los correspondientes ajustes en función de las amortizaciones, la emisión en dicho periodo se concentró en el real brasileño, el renminbi chino y el peso mexicano. Si bien la mayor volatilidad de los mercados financieros globales a mediados de 2013 contribuyó a ralentizar la emisión de títulos internacionales de deuda denominados en monedas de ME durante el tercer trimestre de 2013, las nuevas colocaciones siguieron superando con mucho los mínimos registrados en 2008–10 (Gráfico C, panel izquierdo).

Las emisiones internacionales recientes en monedas de los ME se han visto impulsadas por las empresas de los ME, sobre todo por sus filiales con sede en el extranjero. Las estadísticas del BPI sobre títulos internacionales de deuda recogen la emisión fuera del mercado donde reside el emisor —emisión extraterritorial— independientemente de la moneda de denominaciónⓈ. Las emisiones en moneda local en mercados extranjeros por parte de prestatarios residentes en mercados emergentes apenas han representado una pequeña parte de la emisión denominada en monedas de ME en los mercados internacionales: 18% en 2013, lo que equivale a la media del periodo 2003–12 (Gráfico C, panel izquierdo). Pero, si se toma en consideración la nacionalidad del emisor,

### Títulos de deuda internacionales denominados en monedas de mercados emergentes<sup>1</sup>

Emisión trimestral bruta

Gráfico C



<sup>1</sup> Las monedas de ME se definen en la nota Ⓞ de este recuadro. <sup>2</sup> Emisión bruta menos amortizaciones. <sup>3</sup> «Moneda local» alude a las emisiones internacionales denominadas en la moneda del país en que reside el prestatario. <sup>4</sup> «Nacionales de ME» hace referencia a los prestatarios con sede en una economía de mercado emergente pero residentes en otro país. <sup>5</sup> Media móvil de cuatro trimestres.

Fuentes: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd.; BPI.

entonces se ha producido un cambio notable en cuanto a la importancia de los prestatarios de ME. Las empresas con sede en un mercado emergente pero residentes en otro país —recogidas en el panel izquierdo del Gráfico C como nacionales de ME que emiten en una moneda de ME como moneda extranjera— supusieron el 35% del total de emisión bruta internacional en monedas de ME en 2013, mientras que en 2011–12 esta cifra era del 25% y tan solo del 11% antes de 2011.

En los últimos años, las empresas asiáticas fueron los emisores de ME más activos en cuanto a títulos internacionales de deuda denominados en monedas de ME, seguidas de las de Latinoamérica. Mientras que las empresas brasileñas y mexicanas que emiten bonos internacionales denominados en reales o pesos tienden a hacerlo a través de sus oficinas centrales, las compañías chinas, coreanas y rusas, en cambio, a menudo emiten a través de sus filiales en el extranjero, incluidas aquellas situadas en centros financieros extraterritoriales<sup>③</sup>. Dado que la sociedad matriz puede ofrecer apoyo financiero a sus filiales en el extranjero, para conocer la vulnerabilidad de un país frente a la volatilidad de los mercados financieros mundiales puede ser útil analizar el endeudamiento según la nacionalidad del emisor, más que según su lugar de residencia.

La mayor presencia de los emisores de ME sugiere que el mercado internacional de deuda de mercados emergentes se está ampliando para incorporar una mayor variedad de emisores. Históricamente, la emisión internacional de bonos denominados en monedas de ME estaba dominada por emisores de alta calidad; los inversores internacionales solían preferir separar el riesgo de tipo de cambio ligado a las emisiones denominadas en moneda de ME del riesgo crediticio asociado a los emisores de ME. Aunque los emisores con sede en las economías avanzadas —«Otros emisores nacionales» en el panel izquierdo del Gráfico C— siguen siendo los más activos en títulos internacionales de deuda denominados en monedas de ME, en los últimos años su participación relativa ha caído muy por debajo del 55% registrado en la década de 2000 para situarse en el 38% en 2012 y el 36% en 2013. Las organizaciones internacionales siguieron representando un 12%.

La mejora percibida en la calificación crediticia de muchas economías de ME en los últimos años contribuye positivamente a la demanda entre inversores de bonos denominados en monedas de ME y emitidos por empresas de ME. Esta emisión, a su vez, ayuda a las empresas de los ME a reducir descalces de divisas entre sus activos y pasivos.

Ahora bien, el dólar estadounidense continúa siendo con mucho la moneda de denominación de la mayoría de la emisión internacional. La participación del dólar estadounidense en las nuevas colocaciones por parte de residentes en ME ha supuesto, de media, el 71% del total desde 2010, muy por encima del 61% registrado en el periodo 2003–09 (Gráfico C, panel derecho). En comparación, las monedas de los ME han supuesto entre un 6% y un 17% de la emisión internacional por parte de entidades con sede en ME desde 2010. El euro suponía aproximadamente el 19% de la emisión bruta por parte de entidades de los ME antes de 2009, pero su participación se ha reducido a menos de un 10% desde entonces. El peso relativo del euro en las emisiones de entidades con sede en Europa central y oriental es mayor que su peso entre emisores de otras regiones. Ahora bien, incluso en Europa, el dólar estadounidense es la moneda predilecta; desde 2009, su participación relativa en el total de emisiones internacionales ha promediado el 65%.

① A efectos de este recuadro, las monedas de los ME se definen como cualquier moneda excepto las 11 siguientes: dólar australiano, dólar canadiense, corona danesa, dólar estadounidense, euro (incluidas las monedas a las que reemplazó), yen japonés, corona noruega, dólar neozelandés, libra esterlina, corona sueca y franco suizo. En base a esta definición, a finales de septiembre de 2013 se contabilizaba un total de 76 monedas de denominación de una o más emisiones incluidas en las estadísticas sobre títulos internacionales de deuda del BPI.

② El BPI clasifica un título de deuda como internacional si existen diferencias con respecto al país de residencia del emisor en alguno de los siguientes aspectos: el país donde se registra el título, la legislación por la que se rige la emisión o el mercado donde se inscribe la emisión. Véase «Mejoras en las estadísticas del BPI sobre títulos de deuda», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2012.

③ Para entender por qué los emisores colocan títulos a través de filiales en el extranjero, véase «Emisión de títulos de deuda de mercados emergentes en centros extraterritoriales», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2013, dentro de la sección «Aspectos más destacados de las estadísticas internacionales del BPI».

## La negociación de divisas se vuelve más financiera

Robert N McCauley y Michela Scatigna

Las Encuestas Trienales de Bancos Centrales tanto de 2007 como de 2010 sugerían que el volumen de operaciones en el mercado de divisas en relación con el comercio subyacente del país crece junto con la renta nacional<sup>1</sup>. Más concretamente, a medida que la renta *per cápita* aumenta, el volumen de contratación en el mercado de divisas en proporción a las transacciones por cuenta corriente del país pasa de una relación de uno a diez, a otra de cien o más (Gráfico D, paneles izquierdo y central). Efectivamente, cuanto mayor sea la renta, menos conectadas están las monedas con la economía real y más con la economía financiera. Tras realizar estimaciones por separado con los datos de 2007 y 2010, las dos regresiones curvilíneas obtenidas («curvas Kuznets») se asemejaban notablemente. A medida que las economías se desarrollan y aumenta el PIB *per cápita*, esta relación aumenta y el equilibrio de la balanza pasa de estar relacionado con el comercio a ir más ligado a las transacciones financieras de un modo altamente previsible.

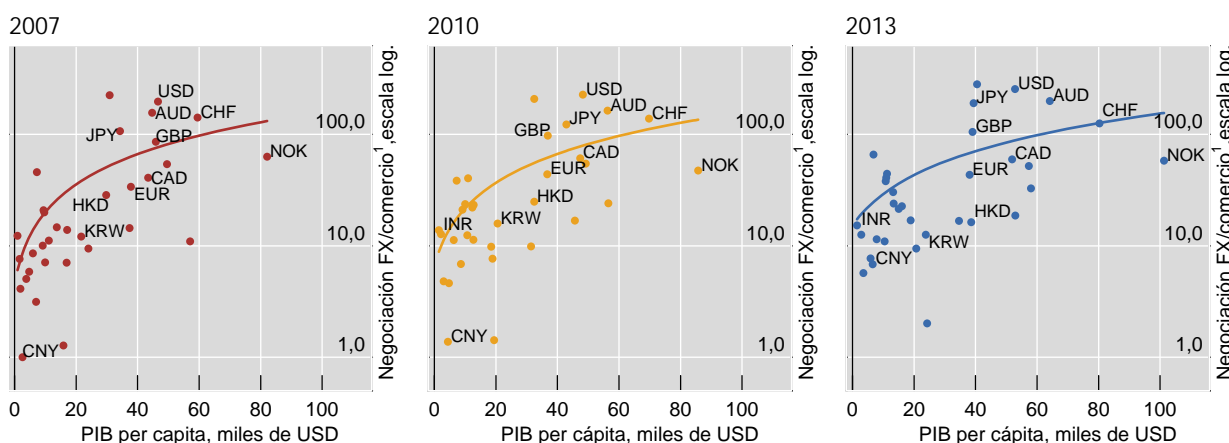
Los datos de 2013 muestran nuevamente la misma relación entre la renta nacional y el equilibrio entre transacciones relacionadas con el comercio y transacciones financieras (Gráfico D, panel derecho). Las pruebas estadísticas no respaldan la hipótesis de que dicha relación haya cambiado de modo significativo con el tiempo.

En términos de la bondad del ajuste, la relación es bastante estrecha. En 2013, la creciente contratación de renminbis contribuyó a reforzar una relación ya de por sí fuerte, mientras que la menor contratación del yen debilitó de manera temporal (véase «Anatomía del mercado mundial de divisas a través de la Encuesta Trienal de 2013», en este número). Considerando en su conjunto las observaciones de estos tres años, el sencillo modelo de regresión curvilínea explica dos quintos de la varianza.

<sup>1</sup> Robert N. McCauley y Michela Scatigna, «La operativa en divisas de economías emergentes se hace más financiera e internacional», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2011.

### Coefficiente del volumen de operaciones en el mercado de divisas sobre el comercio y PIB per cápita

Gráfico D



<sup>1</sup> El volumen de contratación en el mercado de divisas no incluye solo las transacciones extrabursátiles, sino también las realizadas en mercados organizados, que son especialmente significativas en los casos del real brasileño, la rupia india y el won coreano. La relación estimada, común a toda la muestra (2007–13), es:  $y = 0,492 (5,621) + 0,029 (5,275) x - 1,96E-07 (-2,754) x^2$ ;  $R^2$  ajust. = 0,41, número total de observaciones = 99. Donde  $y$  = logaritmo (contratación de divisas/comercio) y  $x$  = PIB per cápita; estadísticos t entre paréntesis.

Fuentes: FMI; FOW TRADEdata; Futures Industry Association; Encuesta Trienal de Bancos Centrales sobre la actividad en los mercados de divisas y de derivados; estimaciones de los autores.