

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

*El BPI, en colaboración con bancos centrales y autoridades monetarias de todo el mundo, compila y distribuye 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 mediados de 2014. Además en un Recuadro se analiza la composición sectorial del endeudamiento transfronterizo de las sociedades no financieras de economías de mercado emergentes.*

### Resumen

- La actividad bancaria internacional creció por segundo trimestre consecutivo entre finales de marzo y finales de junio de 2014, lo que en parte revertió la contracción sostenida registrada en 2012 y 2013. La tasa de crecimiento anual de los activos transfronterizos creció hasta el 1,2% a fines de junio de 2014, su primera incursión en territorio positivo desde finales de 2011.
- Los activos transfronterizos de los bancos frente a economías de mercado emergentes continuaron recuperándose tras el «*taper tantrum*» de mediados de 2013.
- Los incrementos durante el segundo trimestre de 2014 se concentraron en Asia, siendo una vez más muy significativa la afluencia de fondos hacia China.
- Los activos frente a China siguieron aumentando a tasas anuales cercanas al 50%, situándose el *stock* de activos transfronterizos frente a China en 1,1 billones de dólares, la cifra más alta con diferencia entre los mercados emergentes, y la séptima a escala mundial.
- Los activos transfronterizos frente a economías emergentes de Europa se redujeron, en especial Rusia, Hungría y Ucrania.
- Las posiciones con derivados extrabursátiles (OTC) decrecieron ligeramente en el segundo semestre de 2014. Los importes nominales de contratos en circulación se redujeron hasta los 691 billones de dólares a finales de junio de 2014, desde los 711 billones de dólares registrados a finales de 2013.
- La compensación centralizada por parte de los participantes en el mercado siguió avanzando hasta alcanzar el 27% del importe nominal de los CDS (*swaps*

<sup>1</sup> Este artículo ha sido elaborado por Stefan Avdjiev ([stefan.avdjiev@bis.org](mailto:stefan.avdjiev@bis.org)) y Cathérine Koch ([catherine.koch@bis.org](mailto:catherine.koch@bis.org)). Jeff Slee ha proporcionado el apoyo estadístico necesario para la confección del mismo. La sección sobre derivados OTC ha sido elaborada por Andreas Schrimpf ([andreas.schrimpf@bis.org](mailto:andreas.schrimpf@bis.org)), con el apoyo estadístico de Denis Pêtre.

de incumplimiento crediticio) en circulación a finales de junio de 2014, un aumento respecto del 23% registrado un año antes. Además, los acuerdos bilaterales de compensación redujeron el valor neto de mercado de los contratos CDS en circulación (que da idea de la exposición al riesgo de crédito de contraparte) al 23% de su valor bruto de mercado.

- La clasificación sectorial de las filiales extranjeras de las sociedades no financieras de EME da una idea del perfil de riesgo de su deuda extraterritorial. Se entiende que las filiales no financieras tienen más probabilidades que las filiales financieras de realizar operaciones distintas a la de proporcionar financiación a la matriz. La brecha entre filiales financieras y no financieras también varía dependiendo del país y del sector.

## Evolución reciente del mercado bancario internacional

Entre finales de marzo y finales de junio de 2014, la actividad bancaria internacional aumentó por segundo trimestre consecutivo tras una contracción continuada durante 2012 y 2013. Los activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI crecieron en 401 000 millones de dólares hasta alcanzar 30 billones de dólares. De este modo, la tasa de crecimiento anual de los activos transfronterizos se volvió ligeramente positiva por primera vez desde finales de 2011, situándose en el 1,2% a fines de junio de 2014 (Gráfico 1, panel izquierdo). La tímida recuperación del crédito internacional durante el segundo trimestre del año parece haber coincidido con un reforzamiento sostenido del apetito por el riesgo; no obstante, los flujos de crédito internacional a través de bancos continuaron siendo menores que los flujos a través del mercado de bonos<sup>2</sup>.

El componente más significativo de la actividad bancaria transfronteriza fue el de los activos frente a prestatarios no bancarios, que se incrementaron en 207 000 millones de dólares entre finales de marzo y finales de junio de 2014, situándose así su tasa de crecimiento interanual en el 3% (Gráfico 1, panel izquierdo). Los activos transfronterizos frente a sucursales bancarias, que en las estadísticas territoriales<sup>3</sup> incluyen las sucursales de los bancos, también aumentaron (en 194 000 millones de dólares) durante el segundo trimestre de 2014, continuando la recuperación que se había iniciado en el primer trimestre. Los activos transfronterizos frente a prestatarios no bancarios ascendieron así a un total de 12,3 billones de dólares a finales de junio de 2014, casi al nivel del máximo anterior a la crisis registrado en 2008. En cambio, con un total de 17,7 billones de dólares, el volumen de activos interbancarios permaneció en torno a un 22% por debajo de su máximo anterior a la crisis.

Las estadísticas bancarias consolidadas<sup>4</sup> ofrecen un desglose más detallado de las contrapartes por sectores que las estadísticas territoriales y arrojan más luz

<sup>2</sup> Véase el Memorando del BPI «Global liquidity: selected indicators» del 8 de octubre de 2014.

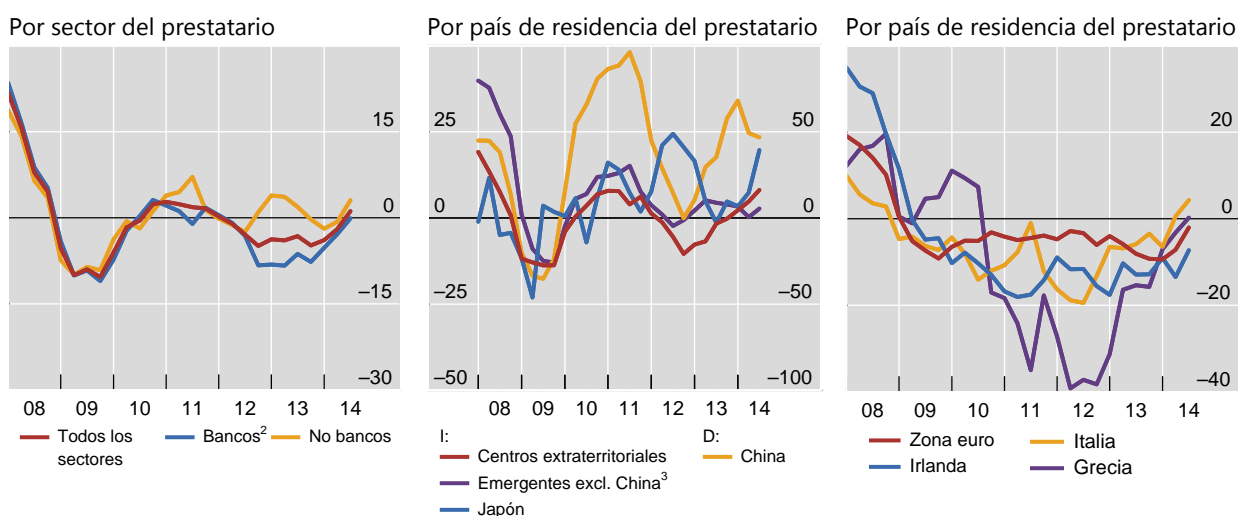
<sup>3</sup> Las estadísticas bancarias territoriales se estructuran en base a la ubicación de las oficinas bancarias y recogen la actividad de todas las sucursales activas a nivel internacional que operan en el país declarante, independientemente de la nacionalidad de la matriz. Los bancos registran sus posiciones en términos no consolidados, incluyéndose por tanto las que mantienen frente a sus propias sucursales de otros países.

<sup>4</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

## Activos transfronterizos de bancos declarantes al BPI

Variación porcentual anual<sup>1</sup>

Gráfico 1



<sup>1</sup> Calculada como la suma de las variaciones ajustadas en función de tipos de cambio y rupturas de las series durante los cuatro trimestres previos, dividida por la cantidad en circulación un año antes. <sup>2</sup> Incluye posiciones de los bancos frente a sus propias oficinas. Los activos frente a bancos se calculan como el total de activos menos los activos frente a entidades no bancarias; así pues, incluyen activos no atribuidos por sector de la contraparte. <sup>3</sup> Activos frente a economías de mercado emergentes excepto activos frente a China.

Fuente: estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia (Cuadros 6A y 6B).

sobre los sectores receptores de crédito. Los recientes incrementos en los activos transfronterizos frente a prestatarios no bancarios se dirigieron principalmente hacia instituciones financieras distintas de bancos, sociedades no financieras y hogares, que forman en su conjunto el sector privado no bancario. Esto supone un cambio respecto del patrón observado desde 2008 de préstamo a los gobiernos. El volumen en circulación de activos internacionales consolidados (en base al prestatario inmediato) frente al sector privado no bancario se incrementó en 139 000 millones de dólares hasta alcanzar 9,5 billones de dólares a finales de junio de 2014<sup>5</sup>. En comparación, los activos frente a prestatarios del sector público aumentaron en 61 000 millones de dólares hasta los 3,1 billones.

El crecimiento de los activos frente a prestatarios no bancarios fue particularmente intenso en el caso de los centros financieros extraterritoriales. Las estadísticas bancarias territoriales indican que, entre marzo y junio de 2014, los bancos declarantes al BPI aumentaron en 62 000 millones de dólares el crédito transfronterizo dirigido a prestatarios no bancarios de centros extraterritoriales. Esto elevó la tasa de crecimiento anual al 10% y situó el volumen de activos frente a entidades no bancarias en estos centros en 1,8 billones de dólares a finales de junio de 2014. La mayor parte de los fondos se canalizaron hacia entidades de las Islas

sucursales bancarias de un mismo grupo. Los bancos consolidan sus posiciones intragrupo y declaran solamente los activos frente a prestatarios no relacionados.

<sup>5</sup> Las estadísticas bancarias consolidadas no incluyen un desglose por monedas, lo que impide calcular las variaciones ajustadas en función del tipo de cambio, algo que sí es posible para las estadísticas bancarias territoriales. Por ejemplo, la devaluación del euro frente al dólar estadounidense entre finales de marzo y finales de junio de 2014 redujo el valor declarado en dólares estadounidenses del volumen de activos denominados en euros. En cambio, la apreciación del yen frente al dólar estadounidense durante ese mismo periodo incrementó el valor declarado en dólares estadounidenses del *stock* de activos denominados en yenes.

Caimán —donde están domiciliados muchos fondos de inversión internacionales, sobre todo *hedge funds*—, y en menor medida hacia entidades no bancarias de Hong Kong RAE y Singapur.

El aumento total de los activos transfronterizos estuvo muy repartido entre países prestatarios durante el segundo trimestre de 2014. Las posiciones acreedoras frente a Japón aumentaron en 32 000 millones de dólares, situándose así su tasa de crecimiento anual en el 20% a finales de junio de 2014 (Gráfico 1, panel central). Como consecuencia, el volumen de activos frente a Japón se situó en 1,1 billones de dólares, incluyendo las posiciones de los bancos frente a sus propias sucursales. Los activos frente a prestatarios de la zona del euro, incluidos los activos transfronterizos entre países dentro de la zona, crecieron en 225 000 millones de dólares, el mayor aumento trimestral desde 2008. Como consecuencia, el ritmo anual de contracción de los activos transfronterizos frente a la zona del euro se ralentizó pasando del -7% a finales de marzo de 2014 al -2% a finales de junio de 2014 (Gráfico 1, panel derecho).

Se produjeron entradas de fondos en algunos países de la zona del euro que anteriormente habían experimentado significativas caídas en los niveles de crédito transfronterizo. Así, los activos transfronterizos frente a Italia se incrementaron en 35 000 millones de dólares, 4% más que un año antes (Gráfico 1, panel derecho). Irlanda también experimentó entradas de fondos por valor de 11 000 millones de dólares, lo que aminoró el ritmo anual de contracción al -7%.

## Crédito a economías de mercado emergentes

El crédito internacional dirigido a economías de mercado emergentes también aumentó durante el segundo trimestre de 2014, continuándose así la recuperación tras el «*taper tantrum*» de mediados de 2013<sup>6</sup>. El incremento de 98 000 millones de dólares situó la tasa anual de crecimiento en el 12%.

China volvió a acaparar las entradas de fondos en EME. Los activos transfronterizos frente al país aumentaron en 65 000 millones de dólares durante el segundo trimestre de 2014, lo que supone un incremento del 47% en el periodo de 12 meses hasta finales de junio de 2014 (Gráfico 1, panel central). Debido a ese crecimiento tan rápido, China se ha convertido para los bancos declarantes al BPI en el mayor prestatario con diferencia entre las EME. Los activos transfronterizos frente a residentes en China supusieron en total 1,1 billones de dólares a finales de junio de 2014, en comparación con los 311 000 millones de dólares frente a Brasil y algo más de 200 000 millones frente a la India y Corea respectivamente (Gráfico 2, panel izquierdo). China ocupa la séptima posición del ranking mundial, por detrás de los Países Bajos y por delante de Japón. Un factor fundamental que explica este intenso crecimiento fueron las transacciones entre sucursales de los bancos chinos en China continental y extracontinental. Pero, incluso en términos consolidados (es decir, tras haber excluido el efecto de las operaciones intragrupo) y teniendo en cuenta los activos de los bancos extranjeros contabilizados a través de sus filiales en China, la exposición de los bancos declarantes al BPI frente a este país fue casi el doble de la registrada frente a cualquier otra EME (Gráfico 2, panel central). A finales de junio de 2014, se situó en 813 000 millones de dólares, en comparación con los 456 00

<sup>6</sup> Véase S. Avdjiev y E. Takáts, «El préstamo bancario transfronterizo durante el episodio de *taper tantrum*: influencia de los fundamentos de las economías emergentes», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2014.

millones frente a Brasil y los 381 000 millones frente a México (para activos exteriores consolidados en base al riesgo último). Apenas en 2009, China ni siquiera estaba entre las primeras cinco economías de mercado emergentes en cuanto a exposiciones de los bancos declarantes al BPI.

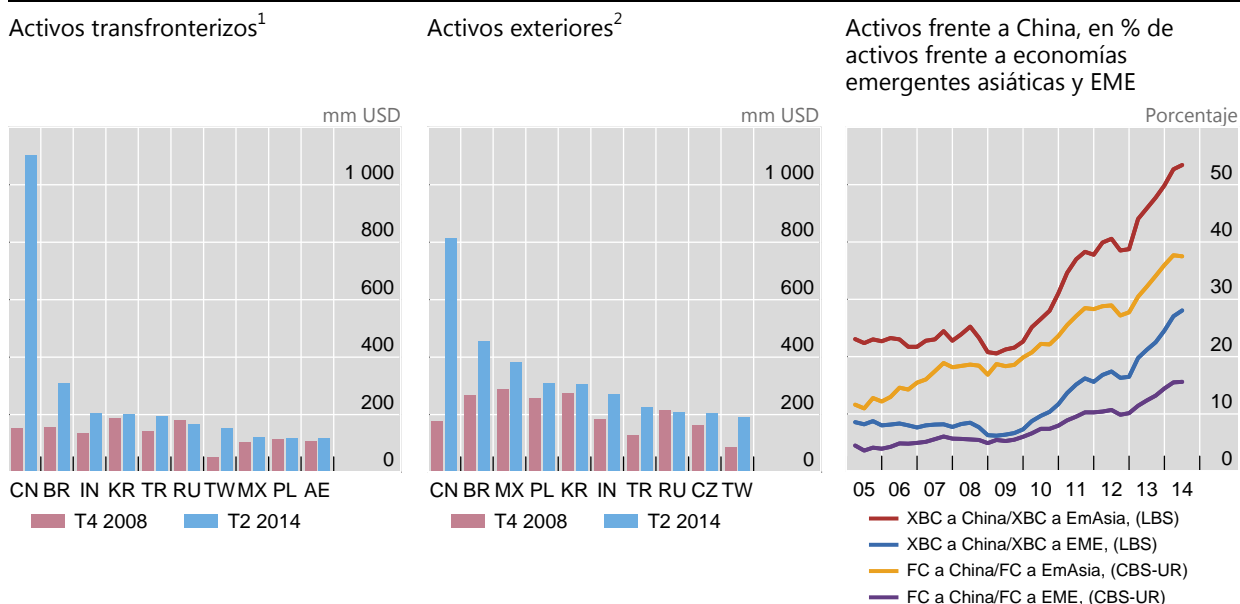
El estatus actual de China como principal destino de los préstamos bancarios internacionales dirigidos a las EME es el resultado de una increíble evolución registrada en gran medida después de la crisis financiera (Gráfico 2, panel derecho). En términos no consolidados, en 2008 China tan solo registraba el 6% de los activos transfronterizos frente a todas las EME y el 21% de los detentados frente a economías emergentes de Asia. A mediados de 2014, esos porcentajes habían aumentado hasta situarse en el 28% y el 53% respectivamente. En términos consolidados también se ha observado una dinámica similar. Es decir, la participación relativa de China en el total de activos exteriores de los bancos declarantes al BPI frente a todas las EME ha pasado del 5% a finales de 2008 al 16% a mediados de 2014. Durante ese mismo periodo, el peso relativo de China en los activos exteriores frente a economías emergentes de Asia ha pasado del 17% al 38%.

Excluida China, los activos transfronterizos frente a EME crecieron en 33 000 millones de dólares entre finales de marzo y finales de junio de 2014, lo que supone un aumento interanual del 2,7% (Gráfico 1, panel central). Los aumentos se

## China como destino del préstamo bancario internacional

Activos de los bancos declarantes al BPI frente a economías de mercado emergentes, volúmenes en circulación al finales del periodo

Gráfico 2



AE = Emiratos Árabes Unidos; BR = Brasil; CN = China; CZ = República checa; IN = India; KR = Corea; MX = México; PL = Polonia; RU = Rusia; TR = Turquía; TW = Taipéi chino; EmAsia = Asia-Pacífico emergente; EME = economías de mercado emergentes; XBC = activo transfronterizo; FC = activos exteriores; LBS = estadísticas bancarias territoriales; CBS-UR = estadísticas bancarias consolidadas en base al riesgo último.

<sup>1</sup> Activos transfronterizos (XBC) de todos los bancos declarantes (incluidas posiciones frente a sus propias oficinas) frente a las 10 mayores EME prestatarias a finales de T2-2014. <sup>2</sup> Activos exteriores (FC) consolidados de todos los bancos locales (en base al riesgo último) frente a las 10 mayores EME prestatarias a finales de T2-2014.

Fuente: estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia (Cuadro 6A); estadísticas bancarias consolidadas del BPI (9D).

concentraron en Asia. Los activos frente a Corea crecieron en 13 000 millones de dólares durante el segundo trimestre de 2014 y un 6% en el transcurso del año, mientras que las posiciones frente a Indonesia se incrementaron en 5 000 millones de dólares y un 18%, respectivamente. Los activos frente a América Latina crecieron moderadamente (3 000 millones de dólares, 2%).

Las economías emergentes de Europa fueron la excepción a la regla general de incrementos en los activos transfronterizos del segundo trimestre. El crédito transfronterizo dirigido a la región se contrajo en 2 100 millones de dólares en términos trimestrales y un 5% en términos interanuales. El crédito a unos pocos países creció, especialmente frente a Turquía (en 7 000 millones de dólares durante el trimestre, un 0% en términos interanuales). Ahora bien, estos incrementos se vieron contrarrestados por la caída del crédito a Rusia (–6 000 millones de dólares, –10%), Hungría (–3 000 millones de dólares, –13%) y Ucrania (–2 000 millones de dólares, –18%).

En Rusia y Ucrania, los activos de los bancos extranjeros contabilizados a través de filiales locales, que tienden a estar financiados localmente, aguantaron mejor que los activos transfronterizos. Ajustados en función de las variaciones del tipo de cambio, los activos locales frente a residentes en Rusia aumentaron aproximadamente un 5% a finales de junio de 2014 en comparación con su nivel un año antes. Las posiciones acreedoras frente a residentes en Ucrania se redujeron aproximadamente un 3%. En consecuencia, los bancos extranjeros con operaciones locales de envergadura en Rusia y Ucrania, sobre todo las entidades austriacas, francesas e italianas, experimentaron menos reducciones de sus activos exteriores totales (activos transfronterizos más activos locales) que los bancos con mayoría de activos transfronterizos, como los bancos alemanes, japoneses, británicos y estadounidenses.

Además de sus activos exteriores, los bancos declarantes al BPI tuvieron otras posibles exposiciones —que incluían contratos de derivados, garantías concedidas y compromisos crediticios— frente a residentes en Rusia y Ucrania por un total de 156 000 y 17 000 millones de dólares respectivamente. La mayoría de estas exposiciones (130 000 y 16 000 millones de dólares) correspondía a garantías concedidas, que principalmente representan las obligaciones contingentes de los vendedores de protección en virtud de CDS (importe notional). Es importante señalar que estas obligaciones contingentes relacionadas con CDS suelen declararse en términos brutos, sin tener en cuenta acuerdos de compensación ni garantías. Así pues, suponen un tope máximo de exposición vinculada a CDS de bancos frente a un determinado país. Mientras que otras exposiciones potenciales frente a Rusia no variaron mucho entre finales de 2013 y finales de junio de 2014, las registradas frente a Ucrania se redujeron en aproximadamente 2 000 millones de dólares debido a la disminución de los compromisos crediticios de los bancos.

## Mercado extrabursátil de derivados en el primer semestre de 2014

La actividad en los mercados extrabursátiles de derivados se contrajo ligeramente durante el primer semestre de 2014. Los importes notionales de contratos en circulación con derivados OTC se redujeron un 3% hasta los 691 billones de dólares a finales de junio de 2014 (Gráfico 3, panel izquierdo). El valor bruto de mercado de

los contratos, que mide el coste de sustituir los contratos en circulación a precios de mercado, retrocedió un 7% hasta situarse en 17 billones de dólares a finales de junio de 2014 (Gráfico 3, panel central). La exposición crediticia bruta, que mide la exposición de los intermediarios tras haber tomado en consideración los acuerdos de neteo legalmente vinculantes pero antes de contabilizar las garantías, permaneció estable. Este indicador del riesgo de la contraparte alcanzó 2,8 billones de dólares a finales de junio de 2014, lo que supone el 16,3% de los valores brutos de mercado, prácticamente igual que un año antes (Gráfico 3, panel central).

La contracción de los importes nominales de las posiciones agregadas con derivados estuvo impulsada principalmente por el segmento de las tasas de interés. Los importes nominales de los contratos derivados sobre tasas de interés se situaron en 563 billones de dólares a mediados de 2014, casi 20 billones por debajo de su nivel a finales de 2013. Los volúmenes de *swaps* de tasas de interés en circulación se contrajeron un 8% hasta los 421 billones de dólares. Un importante motor de la caída de los importes nominales ha sido la eliminación de los contratos de *swaps* redundantes a través de la compresión de las operaciones, que ha avanzado significativamente en 2014<sup>7</sup>. La contracción en las posiciones con *swaps* se vio parcialmente compensada por la mayor actividad en el segmento de los contratos a plazo sobre tasas de interés (*forward rate agreements*, FRA), en el que

## Mercado mundial de derivados OTC

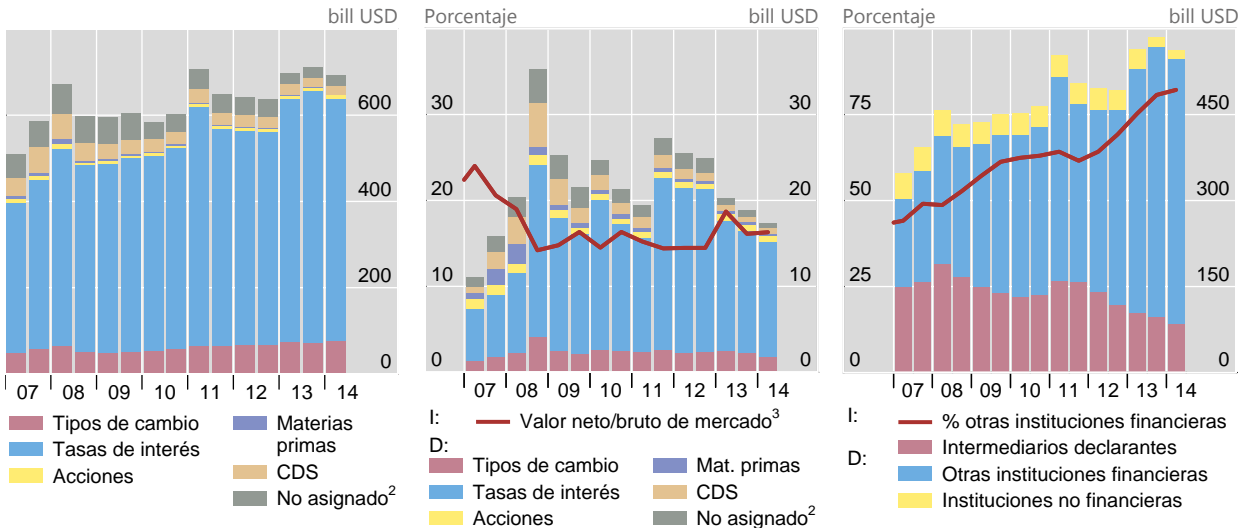
Posiciones abiertas, por tipo de datos, categoría de riesgo y contraparte

Gráfico 3

Importe nominal

Valor de mercado bruto

Importes nominales, por contraparte<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Derivados sobre tasas de interés. <sup>2</sup> Posiciones abiertas con derivados OTC de intermediarios que no participan en la encuesta semestral del BPI. Estimaciones basadas en la Encuesta trienal del BPI entre bancos centrales sobre la actividad en el mercado de divisas y de derivados (*Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and derivatives market activity*). <sup>3</sup> Exposición crediticia bruta en porcentaje del valor bruto de mercado.

Fuente: estadísticas del BPI sobre derivados OTC.

<sup>7</sup> La compresión es un proceso de eliminación de contratos que permite la liquidación anticipada de operaciones económicamente redundantes con derivados, pero sin cambiar la posición neta de cada participante. Pueden consultarse estadísticas sobre compresiones multilaterales en TriOptima, [www.trioptima.com/resource-center/statistics/triReduce.html](http://www.trioptima.com/resource-center/statistics/triReduce.html).

los volúmenes notacionales de contratación aumentaron un 17% hasta los 93 billones de dólares. Las opciones en circulación sobre renta fija, en cambio, permanecieron casi inalteradas.

Los valores brutos de mercado de los derivados sobre tasas de interés se han contraído un 5% desde finales de 2013, es decir algo más que los importes notacionales, situándose en 13 billones de dólares a finales de junio de 2014, un tercio por debajo de su reciente máximo de finales de 2011. Esta contracción puede explicarse a grandes rasgos por una reducción de la brecha entre las tasas de interés de mercado en la fecha de declaración y las tasas en la fecha de inicio del contrato<sup>8</sup>. En el primer semestre de 2014, la disminución en el valor de mercado se restringió principalmente a los contratos denominados en dólares estadounidenses. Para los contratos denominados en euros y yenes, el valor bruto de mercado se incrementó entre finales de 2013 y finales de junio de 2014 hasta alcanzar los 7,4 billones y 0,8 billones de dólares, respectivamente. Estos movimientos probablemente reflejen la divergencia en las tasas de interés de mercado, que se redujeron más en los mercados del euro y el yen que del dólar estadounidense durante el primer semestre de 2014<sup>9</sup>.

La distribución de los derivados sobre tasas de interés en base a la contraparte indica un continuo desplazamiento de la actividad hacia instituciones financieras distintas de intermediarios (Gráfico 3, panel derecho). Los contratos entre intermediarios y otras instituciones financieras se situaron en 463 billones de dólares a finales de junio de 2014, o sea, el 82% de todos los contratos, lo cual supone un incremento respecto de un nivel de aproximadamente la mitad a finales de 2008. Un posible motor de esta variación podría ser el creciente uso de los derivados por las gestoras de activos y el alejamiento generalizado de la estructura tradicional de mercado centrada en los intermediarios<sup>10</sup>. Ahora bien, la tendencia hacia la compensación centralizada de los contratos OTC también desempeña un papel importante, ya que podría sobredimensionar el crecimiento de los importes notacionales para otras instituciones financieras. Una vez que una operación de un intermediario con una contraparte se transfiere a la entidad de contrapartida central (CCP), se convierte en dos contratos con la CCP<sup>11</sup>.

Los importes notacionales de contratos de divisas (FX) en circulación aumentaron un 6% hasta los 75 billones de dólares a mediados de 2014. La recuperación de los volúmenes de derivados OTC sobre divisas se distribuyó de manera bastante homogénea entre los instrumentos (operaciones a plazo (*forwards*))

<sup>8</sup> En el momento en que se crea un *swap* sobre tasas de interés, su valor de mercado es cero, es decir, el valor esperado de los flujos de efectivo correspondientes al interés fijo a lo largo de la vida del *swap* es igual al valor esperado de los flujos de efectivo correspondientes al interés variable.

<sup>9</sup> Véase «La volatilidad mezclada, los mercados no agitados», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2014.

<sup>10</sup> Véase en D. Rime y A. Schrimpf, «Anatomía del mercado mundial de divisas a través de la Encuesta Trienal de 2013», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2013, un estudio de las características de la estructura en constante evolución de los mercados OTC de divisas, donde en los últimos años los intermediarios han perdido protagonismo en favor de otras instituciones financieras (por ejemplo bancos más pequeños, gestoras de activos, fondos de cobertura y entidades de negociación por cuenta propia). Véase en K. Miyajima e I. Shim, «Gestoras de activos en economías emergentes», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2014, un análisis del comportamiento de los gestores de activos de carteras de activos de mercados emergentes y el uso que estos hacen de los derivados.

<sup>11</sup> Véase N. Vause, «Compensación centralizada y estadísticas sobre derivados OTC», *Informe Trimestral del BPI*, junio de 2011.



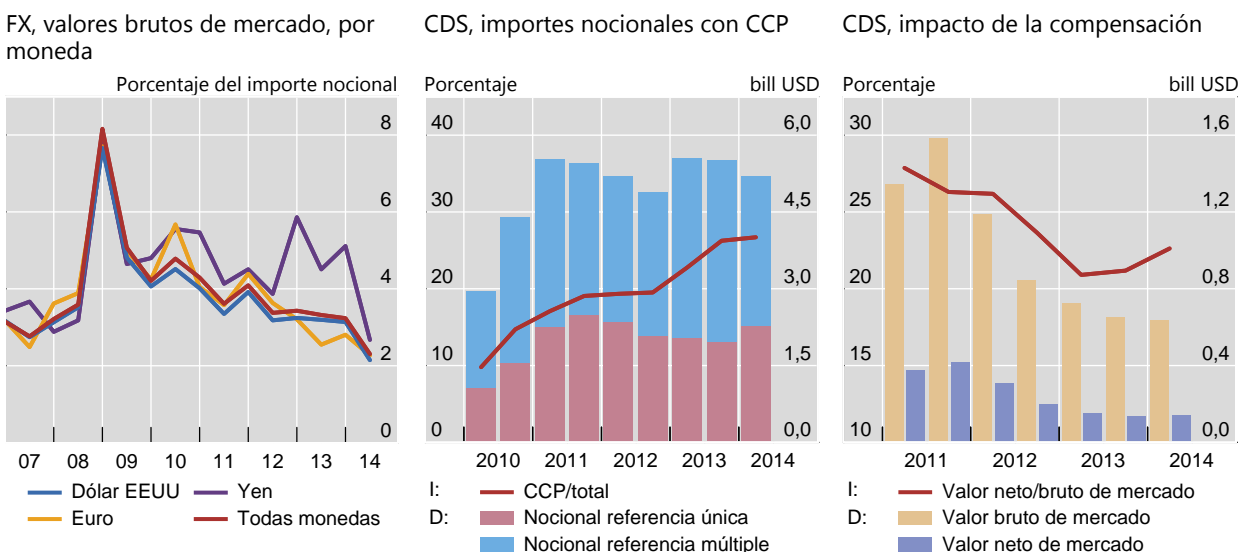
y *swaps* de tipos de cambio; *swaps* y opciones de divisas). Al mismo tiempo, los valores de mercado de los derivados sobre divisas cayó un 25% hasta registrar un mínimo de varios años (en porcentaje de los valores nacionales) (véase el Gráfico 4, panel izquierdo). El valor del mercado cayó hasta 1,7 billones de dólares a finales de junio de 2014 respecto de los 2,3 billones de dólares a finales de 2013 y los 2,4 billones a finales de junio de 2013. Los contratos contra el dólar estadounidense representaron el 87% de los importes nacionales en circulación a finales de junio de 2014 y fueron los principales responsables del descenso en los valores brutos de mercado. Los valores de mercado de los *swaps*, *forwards* y opciones de divisas vinculados al yen se contrajeron en más del 50% durante el primer semestre de 2014, un periodo en que el tipo de cambio del yen se estabilizó y se redujo la volatilidad cambiaria respecto a los elevados niveles de 2013.

El volumen de contratos CDS siguió cayendo hasta los 19 billones de dólares a finales de junio de 2014, debido principalmente a la contracción en las posiciones entre intermediarios y la continua eliminación de contratos redundantes. Esto significa que las posiciones agregadas con derivados de crédito son ahora mucho menores que antes de la crisis, cuando alcanzaron un pico de 58 billones de dólares a finales de 2007. El importe nacional de contratos entre intermediarios declarantes se redujo hasta los 10 billones de dólares a finales de junio de 2014. En cambio, los importes nacionales de operaciones con bancos y sociedades de valores evolucionaron positivamente hasta alcanzar los 2 billones de dólares. Aunque continuó la compresión de las operaciones comerciales para eliminar los contratos redundantes, el volumen de compresión en el segmento de CDS se ha ralentizado desde su pico de 2008–09. Dicho esto, la compresión de operaciones comerciales continuó avanzando en otros segmentos del mercado OTC, sobre todo los *swaps* de tasas de interés compensados a través de una CCP.

La compensación centralizada siguió siendo un aspecto importante de los mercados OTC de derivados durante el primer semestre de 2014. Se trata de una de las prioridades de los reguladores a la hora de reformar los mercados OTC de derivados para reducir los riesgos sistémicos. Los contratos con CCP aumentaron

Derivados de divisas (FX) y *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS)

Gráfico 4



Fuente: estadísticas del BPI sobre derivados OTC.

hasta suponer el 27% de todos los contratos de CDS a finales de junio de 2014, un avance respecto del 23% registrado un año antes. La mayor participación correspondió a los derivados de crédito de referencia múltiple, donde la liquidación mediante CCP alcanzó el 34% (Gráfico 4, panel central). Los contratos sobre índices de CDS en el segmento de referencia múltiple tienden a estar más estandarizados, haciéndolos más aptos para la compensación centralizada que los de referencia única.

Debido en parte a la mayor utilización de la compensación central, el mercado de CDS ha experimentado un incremento del neteo. Las operaciones de neteo permiten a los participantes del mercado reducir su exposición frente a la contraparte, compensando contratos con valor de mercado negativo con otros de valor positivo. Una comparación de los valores netos y brutos de mercado indica claramente la prevalencia de estos acuerdos de compensación. Como resultado del mayor uso de estos acuerdos, los valores netos de mercado expresados en porcentaje de los valores brutos de mercado se redujeron hasta el 21% a finales de 2013. Recientemente, este porcentaje aumentó de nuevo hasta el 23% a finales de junio de 2014 (Gráfico 4, panel derecho). La prevalencia del neteo es máxima para los contratos de CDS con otros intermediarios y con CCP, donde provocó una disminución del cociente entre valor neto y bruto de mercado hasta el 15% y el 16% respectivamente a finales de junio de 2014. La prevalencia es mínima en el caso de contratos con compañías de seguro (85%) y con clientes no financieros (75%).

## ¿Qué nos revela la clasificación sectorial de filiales extranjeras sobre los riesgos?

Branimir Gruić, Christian Upper y Agustín Villar

Aproximadamente la mitad de los títulos de deuda internacionales en circulación emitidos por sociedades no financieras con sede en las principales EME (economías de mercado emergentes) se emitieron a través de filiales en el extranjero, aunque con significativas variaciones en la participación de unos países respecto a otros (Gráfico A, panel izquierdo). Esta deuda no aparece en las estadísticas de deuda externa que se contabilizan en base al país de residencia, por lo que muestra un panorama demasiado benigno del endeudamiento del sector empresarial no financiero<sup>1</sup>. Ahora bien, el perfil de riesgo de la deuda emitida en el extranjero probablemente varía dependiendo de si la filial emisora es una empresa en toda regla con un volumen de operaciones significativo en el país de residencia o si se trata tan solo de un conducto financiero para canalizar fondos hacia la matriz<sup>2</sup>. Por desgracia, la información sobre toda la gama de actividades de las filiales extraterritoriales no está disponible a nivel agregado, pero la clasificación sectorial de las filiales puede resultar útil. En concreto, se entiende que las filiales no financieras pertenecientes a sociedades no financieras tienen más probabilidades que las filiales puramente financieras de realizar operaciones distintas a la de proporcionar financiación a la matriz. En tal caso, el sector al que pertenece la entidad emisora podría arrojar luz sobre el perfil de riesgo de la deuda extraterritorial<sup>3</sup>.

La clasificación sectorial de las filiales en el extranjero muestra considerables variaciones en la participación entre países, incluso cuando los porcentajes del total de la emisión extranjera son similares. Más del 80% de la emisión extranjera por parte de empresas con sede en la India se canaliza a través de filiales no financieras (Gráfico A, panel derecho). Gran parte de esta emisión corresponde a compañías que operan en el sector del metal y el acero, con una gran envergadura operativa en todo el mundo. Las empresas chinas también emiten gran cantidad de deuda a través de sus filiales no financieras en el extranjero, que suponen más de la mitad de la emisión en el extranjero de empresas con sede en China. En cambio, las empresas brasileñas y coreanas emiten fundamentalmente a través de filiales financieras.

El desglose entre filiales financieras y no financieras también varía dependiendo del sector. Por ejemplo, las empresas que operan en el sector del petróleo y el gas emiten primordialmente a través de filiales financieras

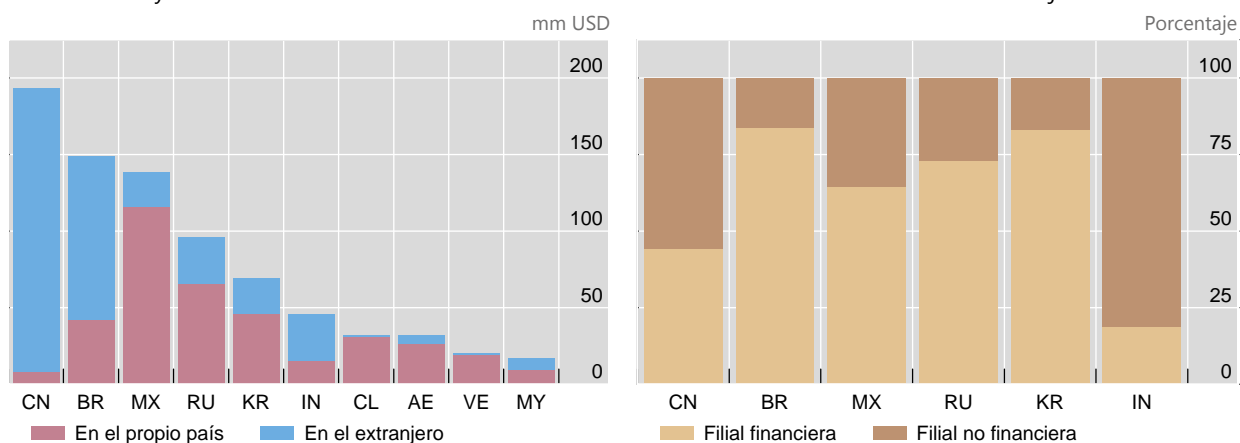
### Emisión internacional por grupos no financieros radicados en EME

Cantidades en circulación<sup>2</sup>

Gráfico A

Nacionalidad y residencia del emisor<sup>3</sup>

Estructura de las entidades en el extranjero<sup>4</sup>



AE = Emiratos Árabes Unidos; BR = Brasil; CL = Chile; CN = China; IN = India; KR = Corea; MX = México; MY = Malasia; RU = Rusia; VE = Venezuela.

<sup>1</sup> Sociedades no financieras con sede en alguno de los países seleccionados, con sociedades emisoras que operan en otro país. Los bonos de esta muestra se emitieron en el extranjero (es decir, en mercados internacionales). <sup>2</sup> Final de septiembre de 2014. <sup>3</sup> La nacionalidad denota el país de residencia de las sedes no financieras; la residencia denota el país del emisor. La nacionalidad coincide con la residencia en el caso de emisores en el propio país y difiere en el caso de emisores en el extranjero. <sup>4</sup> La principal actividad de una filial financiera se centra en los servicios financieros.

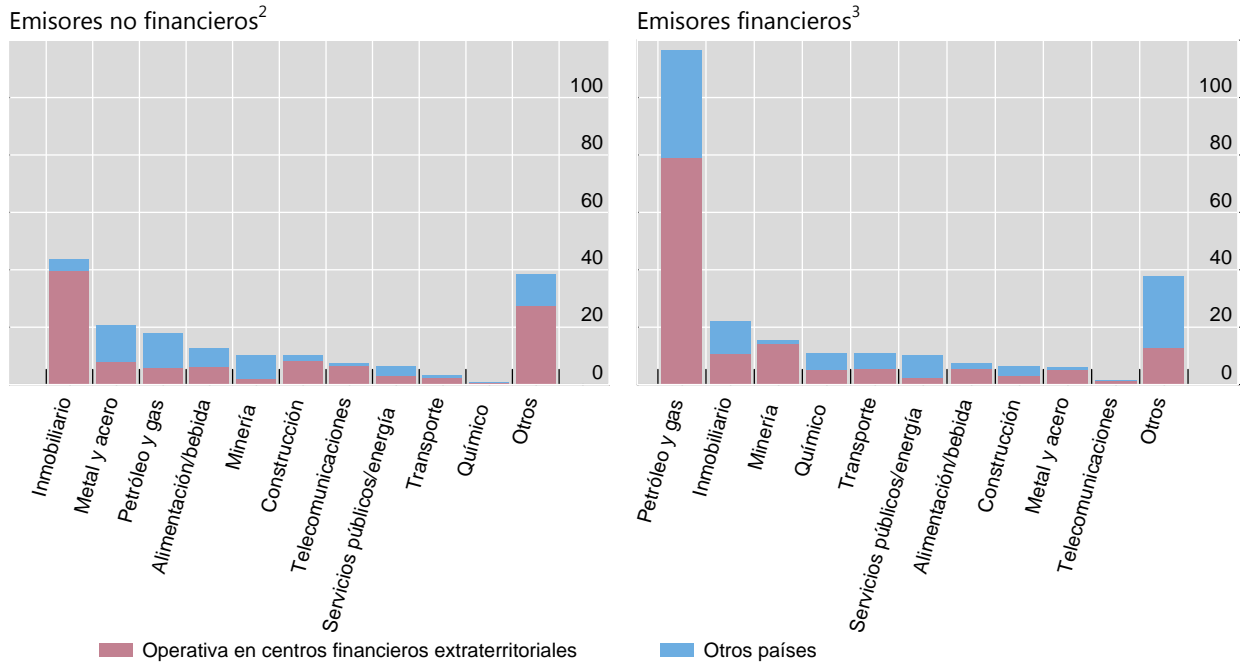
Fuentes: Dealogic; cálculos del BPI.

(Gráfico B), lo que sugiere que la mayor parte de la financiación se canaliza hacia la matriz. En cambio, para la mayoría del resto de sectores, la proporción de deuda emitida por filiales financieras y no financieras es aproximadamente equiparable.

## Clasificación por sectores de las sociedades no financieras

Cantidades en circulación, en miles de millones de dólares de EEUU<sup>1</sup>

Gráfico B



<sup>1</sup> Final de septiembre de 2014. Combinación de nacionalidades seleccionadas <sup>2</sup> Clasificación sectorial de las filiales no financieras emisoras, por país de residencia. Si se desconoce el sector del emisor, se utiliza el sector de la sociedad propietaria no residente. <sup>3</sup> Clasificación sectorial de la sociedad no residente propietaria del emisor, por país de residencia de la filial financiera emisora.

Fuentes: Dealogic; cálculos del BPI.

Utilizar la segmentación sectorial como aproximación a los perfiles de riesgo tiene sus limitaciones, como ilustra el sector inmobiliario, donde la mayor parte de la emisión la realizan empresas con sede en China, que sobre todo emiten a través de filiales no financieras. Una posible explicación es que las filiales no financieras pueden mantener propiedades con fines de colateral, pero estos inmuebles no tienen por qué estar situados en el país de emisión, sino que podrían encontrarse tanto en China como en un tercer país. De hecho, la gran mayoría de los emisores (extranjeros) inmediatos pertenecientes a este sector residen en centros financieros extraterritoriales (Gráfico B) como las Islas Caimán, que tienen mercados inmobiliarios diminutos comparados con el volumen de bonos en circulación.

① Los títulos de deuda internacionales son los emitidos en un país distinto a aquel en que reside el emisor. Este análisis ignora la emisión local, es decir, la que se produce en el país del emisor. Véase más información sobre endeudamiento en el extranjero en R. McCauley, C. Upper y A. Villar, «Emisión de títulos de deuda de mercados emergentes en centros extraterritoriales», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2013; y B. Gručić, M. Hattori y H. S. Shin, «Cambios recientes de la intermediación crediticia a nivel mundial y riesgos potenciales», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2014. Para saber más sobre cómo la repatriación de estos fondos se contabiliza en la balanza de pagos, véase S. Avdjiev, M. Chui y H. S. Shin, «Sociedades no financieras de economías de mercado emergentes y flujos de capital», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2014. ② Para profundizar en el debate en torno a los riesgos asociados a la emisión de deuda internacional, véase M. Chui, I. Fender y V. Sushko, «Riesgos relativos a los balances corporativos de las EME: influencia del apalancamiento y los descalces de monedas», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2014. ③ En algunos casos, las filiales financieras domiciliadas en el extranjero reúnen financiación para una actividad global en distintos mercados nacionales. Agregar de este modo la financiación para distintas unidades de negocio puede proporcionar economías de escala en la emisión, mientras que los ingresos pueden distribuirse entre distintos mercados nacionales. Las tenencias de estos títulos por inversores extranjeros no afectan a las estadísticas de deuda externa del país de la matriz.