

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 datos sobre la actividad financiera internacional. Este capítulo resume los datos más recientes sobre el mercado bancario internacional e indicadores de títulos de deuda internacionales. Los datos bancarios disponibles llegan hasta el segundo trimestre de 2015, mientras que los correspondientes a los títulos de deuda están disponibles hasta el tercer trimestre. Además, dos recuadros se centran, respectivamente, el préstamo bancario exterior hacia China y los derivados OTC en el primer semestre de 2015.

Resumen

- El préstamo bancario transfronterizo se contrajo entre finales de marzo y finales de junio de 2015, sobre todo por la caída del préstamo hacia economías avanzadas (EA). En cambio, los activos frente a las economías de mercado emergentes (EME) crecieron ligeramente en ese periodo.
- Según las estadísticas bancarias territoriales (LBS) del BPI, los activos transfronterizos frente a EA cayeron en 916 000 millones de dólares entre finales de marzo y finales de junio de 2015, anulando así el incremento de 761 000 millones registrado en el primer trimestre.
- No obstante, las estadísticas bancarias consolidadas (CBS) del BPI sugieren que la caída del préstamo a EA en el segundo trimestre de 2015 solo fue de 305 000 millones de dólares. Así pues, el descenso fue mucho menor en las CBS que en las LBS principalmente a causa de las posiciones con derivados y los préstamos intragrupo, que se incluyen en las segundas pero no en las primeras.
- Los activos transfronterizos frente a China se incrementaron en 38 000 millones durante el segundo trimestre de 2015. Pese a este aumento trimestral moderado, el crédito bancario dirigido a China ha perdido gran parte de su empuje y se contrajo un 3% en los doce meses que van hasta finales de junio de 2015.

¹ Los autores de este artículo son Cathérine Koch (catherine.koch@bis.org), Gianpaolo Parise (gianpaolo.parise@bis.org) y Andreas Schrimpf (andreas.schrimpf@bis.org). Jeff Slee, Stephan Binder, Branimir Gručić y Denis Petre han proporcionado el apoyo estadístico.

- La emisión de títulos de deuda internacionales se redujo durante el tercer trimestre de 2015, situándose la emisión neta en 50 000 millones de dólares, una disminución respecto de los 233 000 millones de dólares del segundo trimestre.
- La reducción de la emisión de títulos de deuda internacionales durante el tercer trimestre fue particularmente acusada en las EME, donde la emisión neta se contrajo hasta los 1 500 millones de dólares, lo que supone la mayor disminución desde el final de la crisis financiera.
- Las posiciones abiertas con derivados OTC cayeron un 12% en el primer semestre de 2015, pasando de 629 a 553 billones de dólares. Esta disminución se explica en gran medida por la compresión de operaciones, un proceso consistente en suprimir operaciones para eliminar posiciones con derivados que sean económicamente redundantes. La actividad de compresión se reactivó considerablemente en 2014 y continuó aumentando en el primer semestre de 2015, permitiendo a los intermediarios reducir el tamaño de sus carteras de derivados.

Evolución reciente del mercado bancario internacional

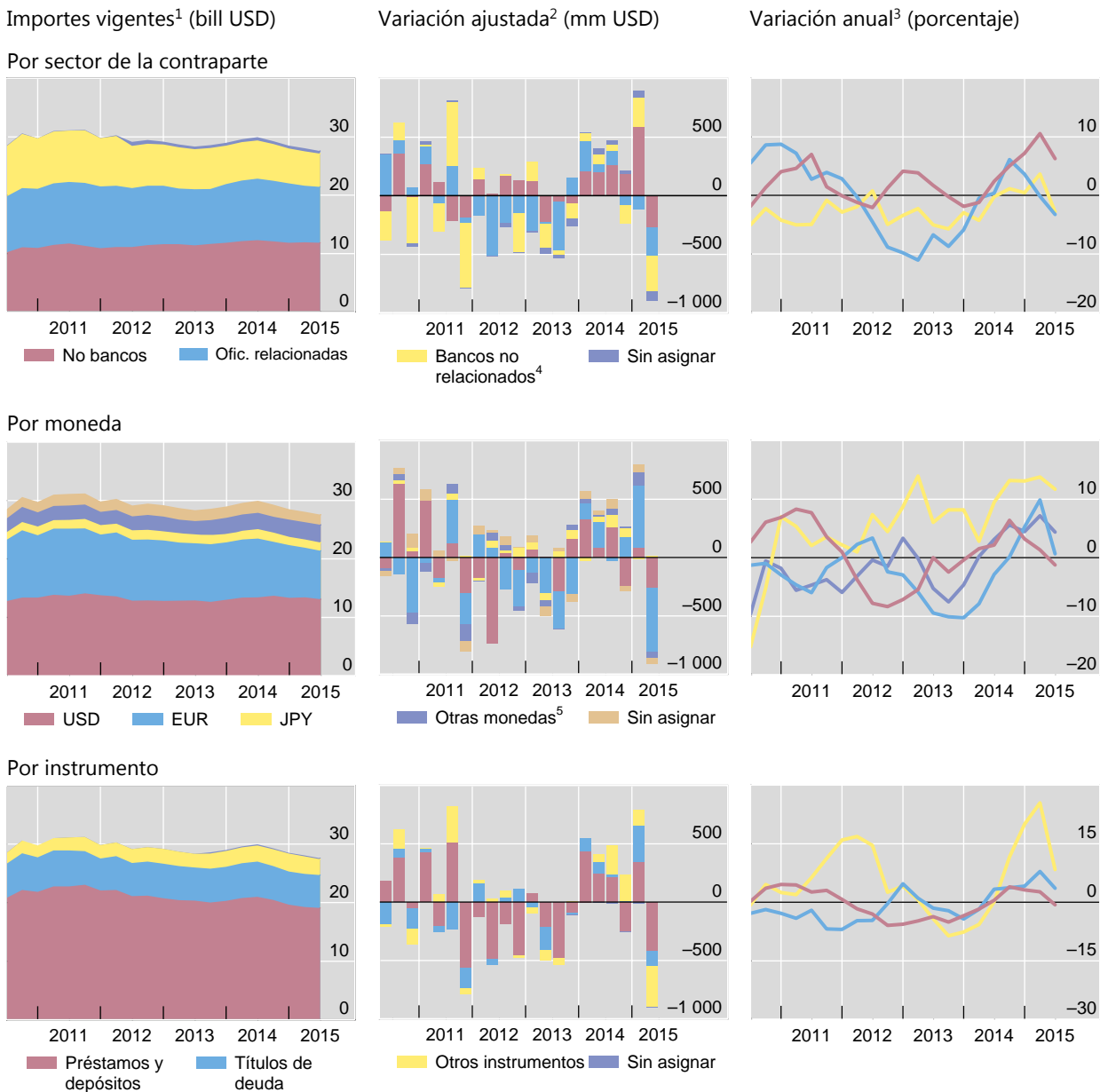
La actividad bancaria transfronteriza se contrajo notablemente entre finales de marzo y finales de junio de 2015, contrarrestando así la gran expansión del primer trimestre del año. Las estadísticas bancarias territoriales (LBS) del BPI² revelan que durante el segundo trimestre de 2015 los activos transfronterizos disminuyeron en 902 000 millones de dólares en términos ajustados por el tipo de cambio³, con lo que se ralentizó la tasa anual de crecimiento⁴ del crédito transfronterizo hasta situarse en el 1% a finales de junio, lo que supone un retroceso si se compara con el 6% de finales de marzo de 2015 (Gráfico 1). Ahora bien, la reducción registrada en el segundo trimestre de 2015 supuso en gran medida una inversión de la tendencia si se compara con el aumento por valor de 780 000 millones de dólares observado en el primer trimestre de 2015. En consecuencia, la disminución total de los activos bancarios transfronterizos durante el primer semestre de 2015 fue de tan solo 122 000 millones de dólares.

El crédito bancario concedido a las EA y EME siguió caminos divergentes durante el segundo trimestre de 2015. Los activos transfronterizos frente a EA se redujeron en 916 000 millones de dólares. Este retroceso trimestral contrarrestó con creces el aumento por valor de 761 000 millones de dólares del primer trimestre de 2015, rebajando la tasa de crecimiento interanual a menos de un 1%. En cambio, los

² Las LBS se basan en 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 del banco. Los bancos registran sus posiciones en términos no consolidados, es decir, incluyendo las que mantienen frente a sus propias oficinas en otros países.

³ Los cambios trimestrales en las cantidades vigentes se ajustan en función del impacto de las variaciones del tipo de cambio entre el final de uno y otro trimestre, y también en base a las rupturas metodológicas en las series de datos.

⁴ Las variaciones porcentuales anuales se calculan como la suma de las variaciones de los cuatro últimos trimestres ajustadas en función del tipo de cambio y las rupturas, dividida por la cantidad en circulación un año antes.



¹ Al cierre del trimestre. Los importes denominados en monedas distintas del dólar de Estados Unidos se convierten a dicha moneda al tipo de cambio imperante en la fecha de referencia. ² Variación trimestral de los importes vigentes, ajustada por el impacto de la oscilación del tipo de cambio entre finales de trimestres y por rupturas metodológicas en las series de datos. ³ La media geométrica indica variaciones porcentuales ajustadas trimestrales. ⁴ Incluye bancos centrales y bancos no asignados por subsector entre intragrupo y bancos no relacionados. ⁵ Otras monedas declaradas, calculadas como todas las monedas menos USD, EUR, JPY y monedas no asignadas. La moneda se conoce pero los datos declarados son incompletos.

Fuente: Estadísticas bancarias territoriales del BPI.

activos transfronterizos frente a las EME aumentaron en 46 000 millones de dólares durante el segundo trimestre de 2015, compensándose así prácticamente en su totalidad la contracción de 57 000 millones que se produjo en el primer trimestre. Pese al último incremento trimestral, la tasa de crecimiento anual del crédito

transfronterizo a las EME resultó negativa (-1%) por primera vez desde finales de septiembre de 2012⁵.

Los activos transfronterizos frente a economías avanzadas se contrajeron durante el segundo trimestre de 2015

La intensa contracción del crédito transfronterizo a las EA entre finales de marzo y finales de junio de 2015 revirtió la evolución del primer trimestre. Los activos transfronterizos frente a EA disminuyeron en 916 000 millones de dólares durante el segundo trimestre de 2015 (en términos ajustados por variaciones de tipo de cambio y rupturas en las series), tras haber registrado un incremento de 761 000 millones de dólares durante el primer trimestre. Esto colocó el volumen vigente en 19,6 billones de dólares a finales de junio de 2015.

La reversión de tendencia anteriormente descrita se dio en el caso del crédito bancario transfronterizo concedido tanto a bancos como a entidades no bancarias de EA. Los activos transfronterizos frente a bancos se contrajeron en 499 000 millones de dólares entre finales de marzo y finales de junio de 2015, tras haber aumentado en 255 000 millones durante el primer trimestre de 2015. En consecuencia, el volumen vigente de activos se situó en 11,3 billones de dólares y su tasa anual de crecimiento cayó a territorio negativo (-2%). Los activos transfronterizos frente a entidades no bancarias, que aumentaron en 456 000 millones de dólares en el primer trimestre de 2015, disminuyeron en 342 000 millones de dólares en el segundo. Esto ralentizó su tasa de crecimiento interanual al 5% a finales de junio de 2015, un retroceso respecto del 10% de finales de marzo del mismo año.

El desglose por moneda de las LBS muestra que las fuertes caídas de los activos denominados en euros —y en dólares estadounidenses— fueron el principal motor de la contracción del crédito bancario transfronterizo a EA durante el segundo trimestre de 2015. Los activos denominados en euros, que suponen más de un tercio del volumen total de activos transfronterizos frente a EA, fueron los responsables de más de la mitad de la contracción registrada en el último trimestre. Estos activos se redujeron en 527 000 millones de dólares, lo que ralentizó su tasa de crecimiento interanual al 1% a finales de junio de 2015, un retroceso respecto del 9% de finales de marzo del mismo año. Los activos denominados en dólares estadounidenses frente a EA experimentaron una disminución por valor de 255 000 millones de dólares, lo que arrastró su tasa de crecimiento anual al -2%, la primera contracción interanual desde el segundo trimestre de 2014. También se redujeron los activos transfronterizos denominados en francos suizos (en 51 000 millones de dólares) y yenes japoneses (en 9 000 millones de dólares) durante el segundo trimestre de 2015. En cambio, el crédito en libras esterlinas aumentó (en 14 000 millones de dólares), si bien menos que durante el primer trimestre de 2015.

Las estadísticas bancarias consolidadas (CBS) del BPI en base a la contraparte directa⁶ sugieren que la contracción registrada durante el segundo trimestre de

⁵ El resto de la variación trimestral de los activos se atribuye en parte a centros extraterritoriales y en otra parte no se ha clasificado específicamente.

⁶ Las CBS se estructuran en función de la nacionalidad de los bancos declarantes y se presentan consolidadas a nivel mundial, es decir, excluyendo las posiciones entre sucursales bancarias de un mismo grupo. Los bancos consolidan sus posiciones intragrupo y declaran solamente los activos

2015 en el crédito transfronterizo dirigido a las EA fue mucho más suave de lo que indican las LBS. El primer conjunto de datos muestra que el volumen vigente de activos transfronterizos frente a economías avanzadas se redujo en 305 000 millones de dólares entre finales de marzo de 2015 (10,075 billones de dólares) y finales de junio del mismo año (9,770 billones de dólares)⁷.

Las disminuciones de los activos transfronterizos frente a EA difieren en magnitud según se consideren los datos de las LBS o las CBS por dos motivos fundamentales. En primer lugar, el desglose de instrumentos de las LBS muestra que 342 000 millones de dólares de esa contracción correspondieron a «Otros instrumentos», que fundamentalmente incluye los valores de mercado positivos de las posiciones con derivados de los bancos declarantes. Estas posiciones con derivados no se incluyen en los activos transfronterizos de las CBS. En segundo lugar, 112 000 millones de dólares de la reducción del segundo trimestre de 2015 reflejada en las LBS se debió a préstamos intragrupo, que tampoco se incluyen en las CBS.

Incremento moderado del crédito a las economías emergentes de Asia

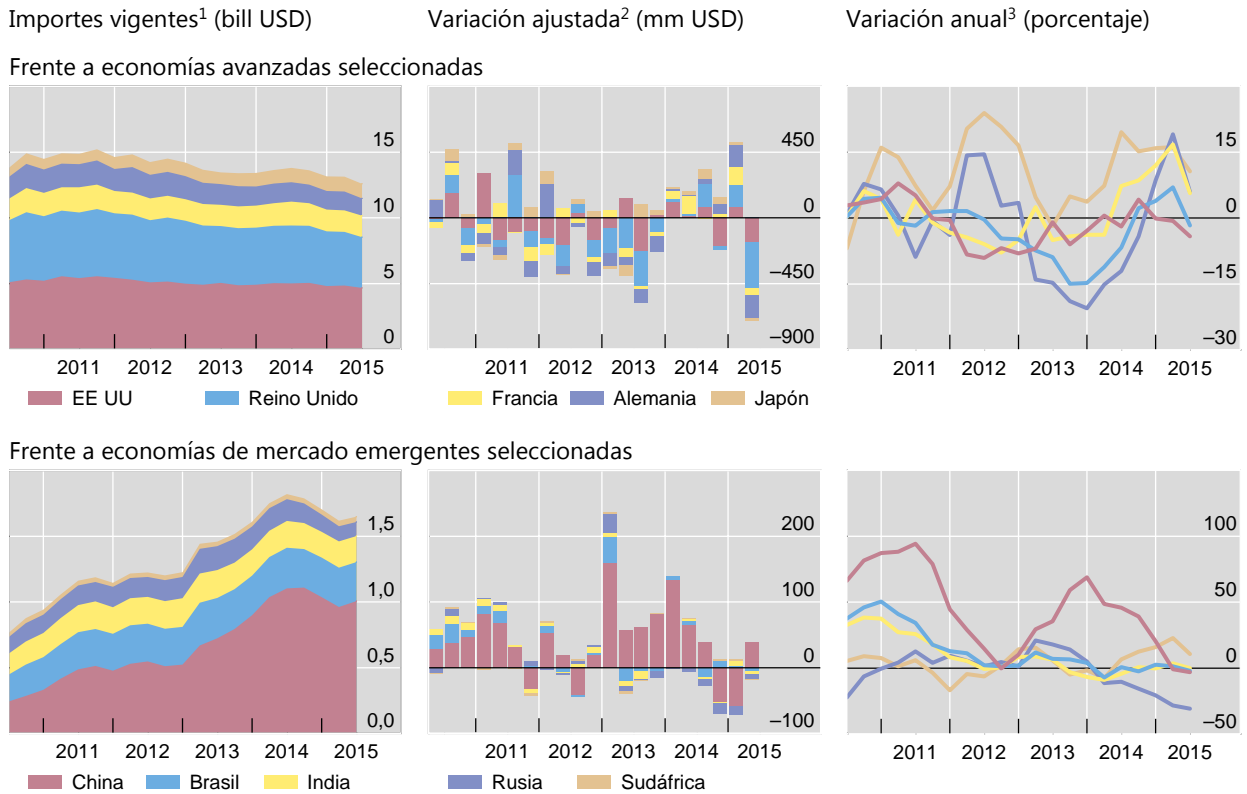
Tras dos periodos consecutivos de contracción, el crédito transfronterizo a las EME se creció moderadamente en el segundo trimestre de 2015. El aumento de 46 000 millones de dólares en el crédito transfronterizo (tras ajustar en base a las variaciones de tipo de cambio y las rupturas en las series) no fue suficiente para compensar las contracciones anteriores, y por lo tanto la variación interanual retrocedió al -1%, una disminución respecto del reciente pico del 14% del cuarto trimestre de 2013.

El crédito transfronterizo a las economías emergentes de Asia en general y China en particular siguió perdiendo fuelle. Los activos frente a las economías emergentes de Asia se incrementaron en 42 000 millones de dólares durante el segundo trimestre de 2015, lo sin embargo no impidió que la tasa de crecimiento interanual se tornara negativa (-2%). Una vez más, la evolución de la región estuvo dominada por China, que sigue siendo el mayor prestatario entre las EME, con un volumen vigente de activos transfronterizos por valor de 1 billón de dólares. A pesar de que los activos transfronterizos frente a China aumentaron en 38 000 millones de dólares durante el segundo trimestre de 2015, la tasa de crecimiento anual cayó al -3% (Gráfico 2, paneles inferiores). El Recuadro 1 profundiza en la cuestión del crédito exterior concedido a China desde una perspectiva consolidada.

El crédito bancario internacional a otras economías emergentes de Asia evolucionó de manera heterogénea. Corea vio incrementarse los activos transfronterizos frente a sus residentes en 2 600 millones de dólares. En cambio, el crédito concedido a India e Indonesia se contrajo, en 3 500 y 1 400 millones de dólares, respectivamente.

frente a prestatarios no relacionados, sin proporcionar un desglose por moneda. En consecuencia, las variaciones ajustadas en base al tipo de cambio no están disponibles en las CBS.

⁷ Los cambios en el volumen vigente de activos que reflejan las CBS siempre se deberían interpretar con cautela porque, a diferencia de los flujos ajustados de las LBS, en este caso no se tienen en cuenta las variaciones de tipo de cambio ni las rupturas en las series.



¹ Al cierre del trimestre. Los importes denominados en monedas distintas del dólar de Estados Unidos se convierten a dicha moneda al tipo de cambio imperante en la fecha de referencia. ² Variación trimestral de los importes vigentes, ajustada por el impacto de la oscilación del tipo de cambio entre finales de trimestres y por rupturas metodológicas en las series de datos. ³ La media geométrica indica variaciones porcentuales ajustadas trimestrales.

Fuente: Estadísticas bancarias territoriales del BPI.

Crecimiento heterogéneo del crédito a economías de mercado emergentes no asiáticas

El crédito transfronterizo dirigido a América Latina y el Caribe permaneció prácticamente inalterado (tras realizar los pertinentes ajustes en base a las variaciones de tipo de cambio y las rupturas en las series) entre finales de marzo y finales de junio de 2015. Ahora bien, tras la cifra agregada regional se ocultan diferencias considerables entre países. Brasil, el segundo mayor prestatario entre las EME, vio reducirse su crédito transfronterizo en 5 100 millones de dólares durante el segundo trimestre de 2015, lo que redujo su posición total vigente hasta los 296 000 millones de dólares (Gráfico 2, paneles inferiores). México, el segundo mayor prestatario de la región, también experimentó una disminución (de 3 000 millones de dólares), que colocó el volumen total vigente de crédito transfronterizo recibido en 123 000 millones de dólares. En cambio, los activos transfronterizos frente a Venezuela aumentaron en 2 000 millones de dólares. Este incremento estuvo impulsado casi en su totalidad por un acusado avance de los activos transfronterizos frente a bancos, y elevó la tasa anual de crecimiento de los activos transfronterizos al 11%. Los activos transfronterizos frente a Argentina,

Ecuador, Guyana y Uruguay también aumentaron en casi 1 000 millones de dólares en cada caso.

Entre finales de marzo y finales de junio de 2015, los activos transfronterizos frente a las economías emergentes de Europa disminuyeron en 3 500 millones de dólares y, al igual que en otras regiones, el panorama fue muy diferente en unos países respecto de otros. Los activos transfronterizos frente a Rusia y Ucrania continuaron disminuyendo. La caída de 8 000 millones de dólares en el caso de Rusia aceleró la disminución interanual hasta situarla en el 30% y redujo el volumen vigente hasta 108 000 millones de dólares. Los activos transfronterizos frente a Ucrania se redujeron en 473 millones de dólares durante el segundo trimestre de 2015, lo que llevó la tasa anual de contracción al 44%. Los activos frente a Bulgaria y Turquía también disminuyeron (en 1 100 y 3 500 millones de dólares, respectivamente). A diferencia de los casos anteriores, los activos frente a Polonia y la República Checa se incrementaron (en 5 200 y 1 900 millones de dólares, respectivamente), siendo los activos transfronterizos interbancarios el motor de la práctica totalidad del aumento registrado en Polonia.

Durante el segundo trimestre de 2015, el crédito transfronterizo dirigido a África y Oriente Medio aumentó en 6 000 millones de dólares. Esta expansión mantuvo la tasa de crecimiento anual en un robusto 11% —en línea con la firme expansión observada desde principios de 2014— y situó el volumen total vigente en 523 000 millones de dólares. Los componentes subyacentes más determinantes a la hora de explicar el incremento total fueron los aumentos en los activos transfronterizos frente a Emiratos Árabes Unidos (11 000 millones de dólares), Qatar (2 000 millones de dólares) y Egipto (1 500 millones de dólares). En cambio, el crédito transfronterizo disminuyó frente a Arabia Saudita (en 1 800 millones de dólares), Nigeria (1 200 millones) y Sudáfrica (2 300 millones).

El euro como moneda mundial de financiación

La evolución más reciente de los activos transfronterizos denominados en euros comentada anteriormente parece enmarcarse en un patrón más amplio que vincula variaciones del tipo de cambio de una determinada moneda de financiación con el crédito bancario transfronterizo mundial denominado en esa moneda. Concretamente, hay cada vez más evidencia empírica de cómo la depreciación de una moneda de financiación mundial (por lo general el dólar estadounidense) se asocia con un aumento del valor neto para los prestatarios de países con otras monedas locales y, en última instancia, con un incremento del crédito transfronterizo concedido denominado en la moneda de financiación mundial⁸.

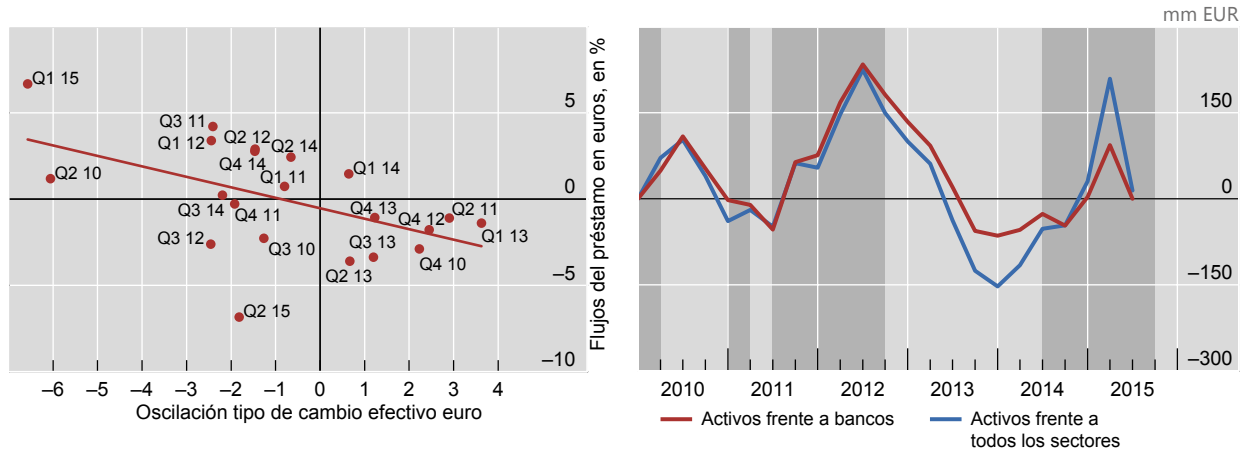
Aunque la moneda mundial de financiación en la descripción anterior ha sido típicamente el dólar estadounidense, las LBS sugieren que está empezando a surgir un patrón similar para el euro. El panel izquierdo del Gráfico 3 muestra las tasas de crecimiento trimestral de los activos bancarios transfronterizos denominados en euros frente a prestatarios de fuera de la zona del euro en relación con la oscilación trimestral del tipo de cambio efectivo del euro. El gráfico sugiere que, por regla general, una depreciación del euro se asocia a un crecimiento más rápido de los

⁸ Véase V. Bruno and H. S. Shin, «Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy» *Journal of Monetary Economics*, nº 71, pp. 119–32 y Hofmann, B., I. Shim y H. S. Shin (2015): «The risk-taking channel of currency appreciation», *BIS Working Papers*, de próxima publicación.

Activos bancarios transfronterizos en euros frente a prestatarios fuera de la zona del euro

Gráfico 3

Variación porcentual de activos transfronterizos en euros frente a oscilaciones del tipo de cambio efectivo del euro¹ Flujos acumulados²



¹ La línea representa una línea de regresión ajustada. Una oscilación positiva del tipo de cambio denota una apreciación del euro; las variaciones porcentuales se ajustan por rupturas en las series y hacen referencia a activos transfronterizos frente a todos los sectores.

² Las zonas sombreadas indican una depreciación del tipo de cambio efectivo del euro; flujos ajustados por rupturas en las series.

Fuentes: estadísticas del BPI sobre tipos de cambio efectivos; estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia.

activos transfronterizos denominados en euros frente a prestatarios de fuera de la zona del euro.

El panel derecho del Gráfico 3 adopta una perspectiva temporal. En él se muestra la evolución de los flujos trimestrales ajustados acumulados de los activos transfronterizos denominado en euros frente a prestatarios de fuera de la zona del euro, distinguiendo entre los episodios durante los que el euro se estaba apreciando y aquellos en los que se estaba depreciando (áreas sombreadas). En él se observa un patrón similar. Más concretamente, los periodos de depreciación del euro tienden a ir asociados a un repunte en el crédito bancario transfronterizo denominado en euros (línea azul). En cambio, los episodios en los que el valor del euro aumenta tienden a coincidir con contracciones del crédito bancario transfronterizo en euros. La relación parece estar impulsada fundamentalmente por el crédito transfronterizo interbancario (línea roja).

Evolución reciente de los títulos de deuda internacionales

Mientras que el crédito transfronterizo se contraía en el segundo trimestre de 2015, por lo general la emisión de títulos de deuda internacionales en general se mantuvo fuerte durante el primer semestre del año (véase «Aspectos más destacados de los flujos de financiación mundial», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2015). El patrón se invirtió en el tercer trimestre (que no cubre la sección anterior sobre activos transfronterizos), en el que la emisión neta cayó hasta los 50 000 millones de dólares (Gráfico 4), la mayor contracción desde el primer trimestre de 2013. Esto representa una disminución del 79% y el 78% en relación al trimestre anterior y al tercer trimestre de 2014, respectivamente. La emisión se contrajo tanto en las EA como en las EME. Los prestatarios de las EA realizaron emisiones por valor de

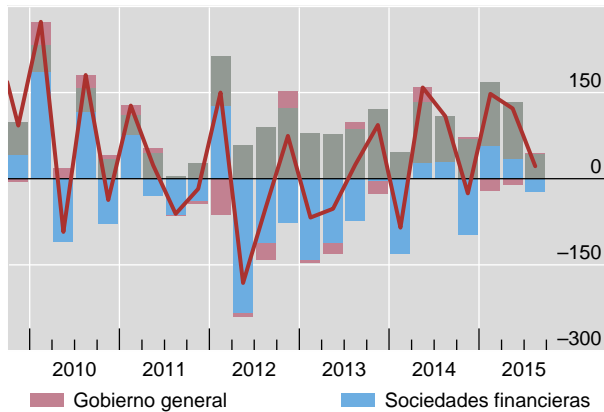
Títulos de deuda internacionales¹

En miles de millones de dólares de EEUU

Gráfico 4

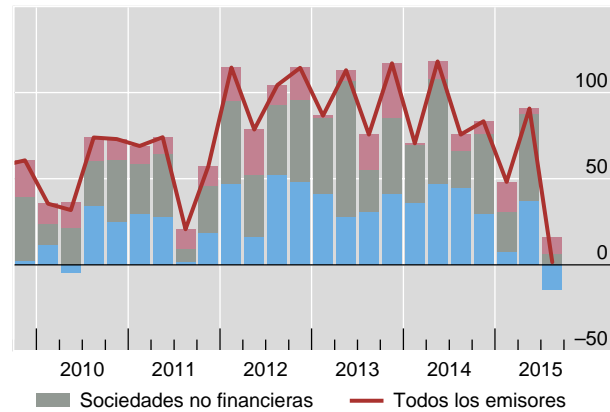
Economías avanzadas²

Emisión neta

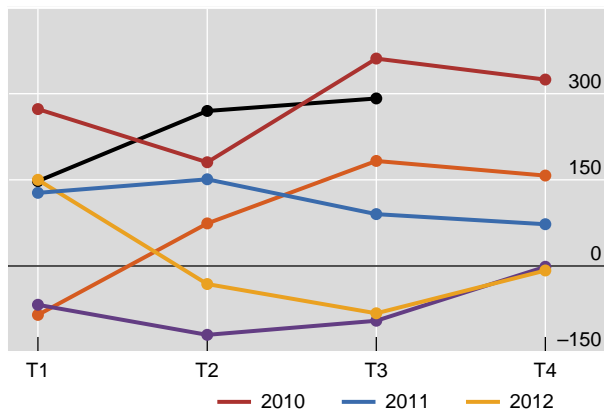


Economías de mercado emergentes^{2, 3}

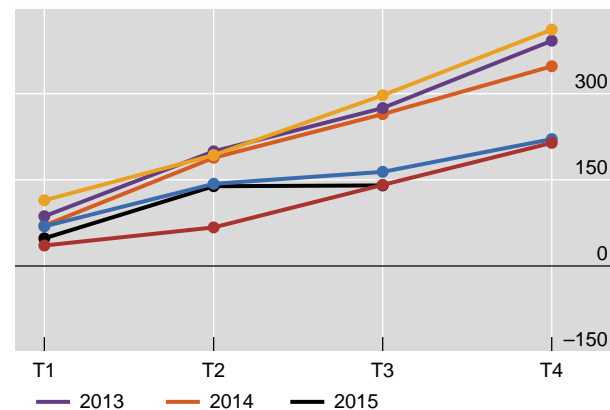
Emisión neta



Emisión neta acumulada⁴



Emisión neta acumulada⁴



¹ Todos los emisores, todos los vencimientos, por nacionalidad del emisor. ² Véase la lista de países en *BIS Statistical Bulletin*. «Sectores» hace referencia a las matrices de los emisores. ³ Incluye Hong Kong RAE y Singapur. ⁴ Emisión trimestral neta acumulada.

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

22 000 millones de dólares en términos netos de amortizaciones, es decir, 100 000 millones de dólares menos que en el trimestre anterior. Por su parte, los prestatarios de EME emitieron sólo 1 500 millones de dólares netos, aproximadamente 89 000 millones menos que en el trimestre anterior⁹. Los centros extraterritoriales y organizaciones internacionales fueron los responsables del resto de la emisión.

La contracción de la emisión de deuda fue especialmente acusada en las EME. Pese a la ralentización del tercer trimestre, la emisión neta acumulada en las EA durante los tres primeros trimestres de 2015 ascendió a 291 000 millones de dólares, superando el ritmo de los cuatro años anteriores (Gráfico 4, panel inferior izquierdo). Los prestatarios de las EME, en cambio, realizaron emisiones por valor de 141 000 millones de dólares en los tres primeros trimestres de 2015, lo que supone

⁹ Incluye Hong Kong RAE y Singapur.

un ritmo ostensiblemente más lento que el de los últimos años (Gráfico 4, panel inferior derecho).

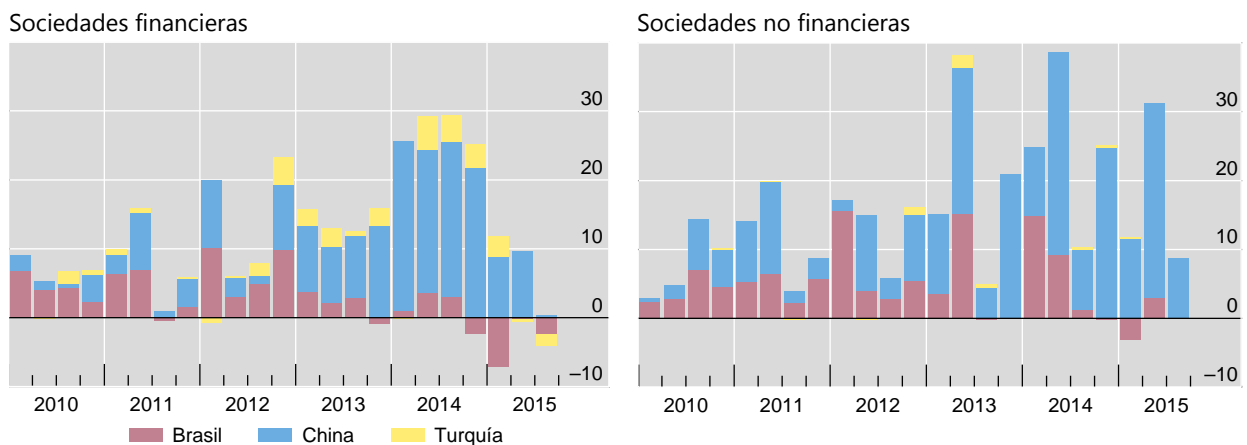
Una emisión débil de títulos de deuda durante el tercer trimestre puede explicarse tan solo parcialmente por factores estacionales. En su mayor parte, parece reflejar las turbulencias que afectaron a los mercados financieros mundiales, sobre todo a las EME (véase «Las vulnerabilidades de las EME cobran protagonismo», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2015). Las estimaciones preliminares del Instituto de Finanzas Internacionales sugieren que el tercer trimestre de 2015 fue el peor para los flujos de cartera de economías emergentes desde la Gran Crisis Financiera. La creciente preocupación en torno a los fundamentos de los mercados emergentes, la caída de los precios de las materias primas y la creciente carga de la deuda seguramente fueron factores relevantes. Además, una focalización creciente en los mercados locales también podría haber influido, sobre todo en el caso de China. Datos recientes del Banco de la República Popular de China indican que la emisión total de bonos por parte de sociedades no financieras chinas estaba aumentando.

La emisión neta por parte de las EME registró su magnitud más negativa desde el final de la crisis (Gráfico 4, panel superior derecho). Las amortizaciones netas por parte de sociedades financieras ascendieron a 15 000 millones de dólares, en comparación con los 37 000 millones de dólares de emisión neta del trimestre anterior, mientras que la emisión neta por parte de sociedades no financieras de las EME fue de 6 000 millones de dólares, siendo ambas cifras las más bajas registradas desde principios de 2009. La emisión neta por parte de las sociedades financieras brasileñas fue negativa, situándose en -2 000 millones de dólares, frente a los -200 millones de dólares del trimestre anterior. El valor correspondiente a las sociedades financieras chinas se contrajo hasta los 300 millones de dólares respecto de los 10 000 millones del trimestre anterior. La emisión neta de las sociedades financieras turcas fue negativa (-1 600 millones de dólares), la cifra más baja de los últimos seis años (Gráfico 5, panel izquierdo). La emisión neta de sociedades no financieras chinas disminuyó hasta los 9 000 millones de dólares desde los 28 000 millones, y se situó en -8 millones de dólares para las empresas brasileñas,

Títulos de deuda internacionales¹

Emisión neta trimestral, en miles de millones de dólares de EEUU

Gráfico 5



¹ Por nacionalidad del emisor y sector de su matriz.

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

respecto de los 3 000 millones del trimestre anterior (Gráfico 5, panel derecho). De manera similar, la emisión neta se redujo en 4 300 millones de dólares en la India y 5 500 millones en Corea.

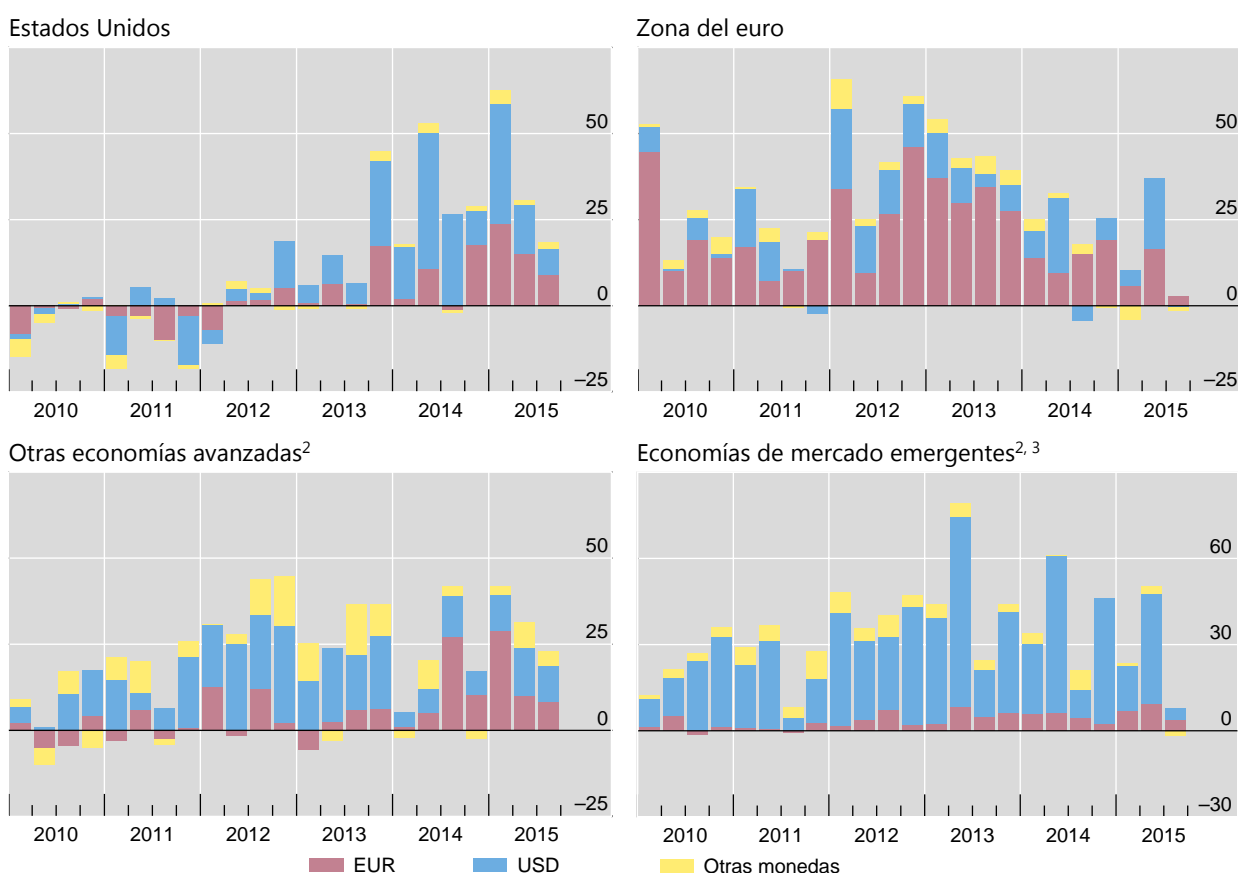
La disminución en la emisión de deuda internacional también fue significativa en las economías desarrolladas. El sector financiero redujo su emisión neta de títulos de deuda hasta -22 000 millones de dólares, comparado con la emisión neta positiva de 35 000 millones del trimestre anterior (Gráfico 4, panel superior izquierdo). La emisión neta por parte de entidades no financieras ascendió a 43 000 millones de dólares, el valor más bajo desde el cuarto trimestre de 2011.

Los títulos denominados en euros le ganaron terreno a los instrumentos denominados en dólares durante el tercer trimestre de 2015. La emisión neta en euros por parte de entidades no financieras fue de 23 000 millones de dólares en total, mientras que la denominada en dólares ascendió a 22 000 millones. Las cifras correspondientes para el trimestre anterior fueron 50 000 y 87 000 millones, respectivamente. Entre los emisores no financieros estadounidenses, la emisión neta denominada en euros se situó en 15 000 millones de dólares (superando en valor a la denominada en dólares estadounidenses durante el segundo trimestre de 2015, que alcanzó los 14 000 millones de dólares), y continuó siendo importante durante

Títulos de deuda internacionales¹

Emisión neta trimestral, en miles de millones de dólares de EEUU

Gráfico 6



¹ Sedes no financieras, por nacionalidad del emisor. ² Véase la lista de países en *BIS Statistical Bulletin*. ³ Incluye Hong Kong RAE y Singapur.

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

el tercer trimestre, cuando alcanzó 9 000 millones de dólares frente a los 8 000 millones anteriormente (Gráfico 6, panel superior izquierdo). Entre los emisores europeos, la emisión neta denominada en dólares por parte de entidades no financieras fue negativa, situándose en –200 millones de dólares, lo que supone un retroceso respecto de los 21 000 millones de dólares del trimestre anterior (Gráfico 6, panel superior derecho). En otras EA, la participación del euro en la emisión de deuda neta experimentó una mejora, pasando del 32% al 36% (Gráfico 6, panel inferior izquierdo). La emisión denominada tanto en euros como en dólares disminuyó en las EME en comparación con trimestres anteriores. No obstante, el euro incrementó su presencia en la emisión neta total de deuda en las EME, del 18% en el segundo trimestre de 2015 al 62% en el tercer trimestre, el valor más alto de los últimos seis años (Gráfico 6, panel inferior derecho).

Préstamo bancario exterior hacia China

Cathérine Koch

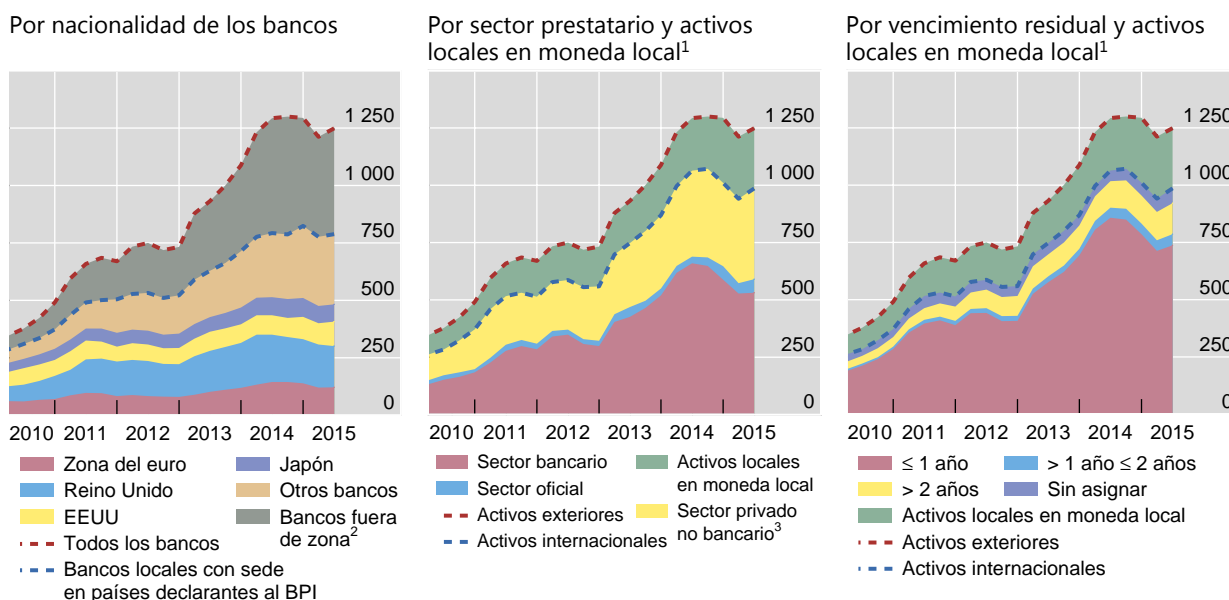
Las estadísticas bancarias consolidadas (CBS) del BPI en base a la contraparte directa indican que los activos exteriores^① frente a residentes en China, incluidos los activos locales contabilizados por las oficinas de bancos extranjeros en China, fueron de 1,2 billones de dólares a finales de junio de 2015, lo que supone un descenso del máximo histórico de 1,3 billones de dólares registrado a finales de septiembre de 2014. Desde mediados de 2015, casi dos tercios de estos activos exteriores se contabilizaban en bancos con sede en países declarantes al BPI (Gráfico A, panel izquierdo). Los bancos con sede en otros países pero con oficinas en países declarantes al BPI — por ejemplo, bancos chinos ubicados en Hong Kong RAE— detentaban más de un tercio de los activos exteriores frente a China a finales de junio 2015^②. Los activos de este grupo de «bancos de fuera de la zona declarante» (*outside area banks* en las estadísticas) se contrajeron desde 512 000 millones de dólares a finales de septiembre de 2014 hasta 460 000 millones a finales de junio de 2015. Al contrario que los activos de bancos con sede en los países declarantes al BPI, estos otros activos se declaran de forma no consolidada e incluyen por tanto posiciones intragrupo.

Gran parte del aumento de los activos exteriores frente a China en los últimos años se ha producido mediante crédito a bancos (Gráfico A, paneles central y derecho). El volumen vigente de estos activos interbancarios representaba más de la mitad de los activos internacionales^③ frente a China a finales del segundo trimestre de 2015. No obstante, estos activos cayeron de 660 000 millones de dólares a finales de 2014 a 532 000 millones de dólares a mediados de 2015 (Gráfico A, panel central)^④. Las posiciones interbancarias incluyen activos

Activos de bancos extranjeros frente a China

En miles de millones de dólares de EEUU

Gráfico A



¹ Los desgloses por sector prestatario y vencimiento no están disponibles para los activos locales en moneda local. ² Incluye sucursales y filiales ubicadas en el país declarante cuyas actividades no están consolidadas por una sociedad matriz de control en otro país declarante. Se trata principalmente de oficinas bancarias con una sociedad matriz de control no bancaria (por ejemplo, la filial bancaria de un grupo asegurador). Durante el periodo analizado, representó en promedio poco más de 960 millones de dólares. ³ Incluye activos internacionales no asignados por sector.

Fuente: estadísticas bancarias consolidadas del BPI, en base a contraparte directa.

denominados en renminbis a los que corresponden pasivos por depósitos extraterritoriales^⑤. Por contra, los activos internacionales frente al sector privado no bancario chino continuaron creciendo al buen ritmo que mostraron en los últimos años, desde 91 000 millones de dólares a mediados de 2010 a 395 000 millones de dólares a mediados de 2015.

Los activos a corto plazo han reflejado las recientes caídas del préstamo interbancario a China (Gráfico A, panel derecho). Los activos con vencimientos residuales de hasta un año, que a finales de T2 2015 equivalían al 75% del volumen total de activos internacionales frente a China, se han comprimido desde 858 000 millones de dólares a mediados de 2014 hasta 737 000 millones a mediados de 2015. Con ello, representaron la mayor parte del descenso del préstamo bancario internacional frente a China que se ha producido en este periodo.

① Los activos exteriores comprenden activos locales de oficinas del banco en el extranjero, así como activos transfronterizos de sus oficinas en todo el mundo. ② Puede consultarse una lista de países pertenecientes a la zona declarante del BPI en el sitio web del BPI: www.bis.org/statistics/rep_countries.htm. China no declara estadísticas bancarias internacionales al BPI. Ahora bien, las estadísticas territoriales y las estadísticas consolidadas en base a la contraparte directa sí recogen las posiciones de los bancos chinos y otros con sede fuera de la zona declarante al BPI, en la medida en que estas posiciones estén contabilizadas a través de sucursales situadas en un país declarante al BPI. ③ Los activos internacionales se definen como la suma de activos transfronterizos denominados en todas las monedas y activos locales de filiales extranjeras denominados en una moneda distinta de la local. ④ Las variaciones de las estadísticas bancarias consolidadas no están ajustadas en función de las variaciones del tipo de cambio. En la medida en que los activos estén denominados en monedas distintas al dólar estadounidense, la apreciación de dicha moneda provocará un descenso en el valor declarado en dólares estadounidenses de los activos vigentes en aquellas monedas. ⑤ Véase R. McCauley, «Salidas de capitales desde China a través de los bancos declarantes al BPI en el primer trimestre de 2015», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre 2015.

Las posiciones abiertas con derivados OTC se reducen al ganar fuerza las técnicas de compresión

Andreas Schrimpf

Las posiciones abiertas en los mercados mundiales de derivados extrabursátiles (OTC) se redujeron significativamente en el primer semestre de 2015. Los importes nominales de los contratos en circulación cayeron un 12% entre finales de diciembre de 2014 y finales de junio de 2015, pasando de 629 a 553 billones de dólares (Gráfico B, panel izquierdo)①. Sin embargo, la evolución de estos importes no refleja necesariamente cambios en la actividad de los mercados o en el riesgo mantenido en la práctica. A menudo, los intermediarios celebran contratos de derivados para compensar sus exposiciones. Además, la mayor utilización de la compensación centralizada también tiende a inflar los importes nominales pendientes, dado que el proceso de novación a través de la entidad de contrapartida central (CCP) convierte una operación entre dos intermediarios en dos contratos vigentes entre cada intermediario y la CCP. El proceso de compresión, por el que se suprimen operaciones para eliminar posiciones con derivados económicamente redundantes, ha revertido esta tendencia, ayudando a reducir fuertemente el valor de las posiciones nominales abiertas con derivados OTC en los últimos años. El volumen general de las compresiones creció con fuerza en 2014 y siguió haciéndolo en el primer semestre de 2015 (Gráfico B, panel central).

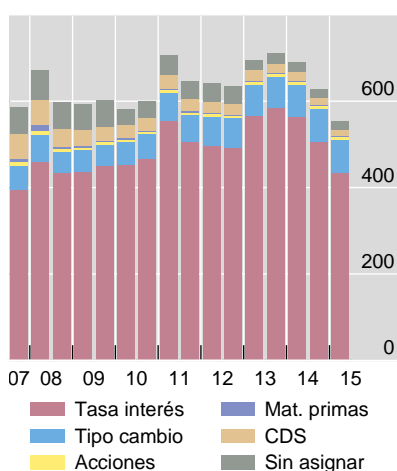
El descenso de los contratos en circulación con derivados OTC se explica principalmente por la marcada contracción de sus importes nominales en el segmento sobre tasas de interés denominadas en euros, que pasó de 167 billones de dólares a finales de diciembre de 2014 a 126 billones a finales de junio de 2015 (lo que en euros equivale a una caída desde 138 a 113 billones). Desde finales de 2013, el importe nominal pendiente de *swaps* de tasas de interés (IRS) en euros se ha reducido un 50% (Gráfico B, panel derecho), gracias al intenso aumento de la actividad de compresión②.

Los mercados mundiales de derivados OTC se contraen debido a la compresión de operaciones

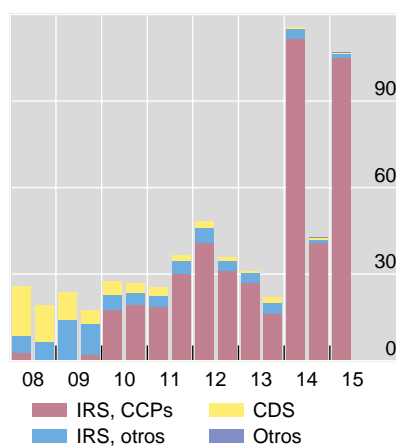
Importes nominales, en miles de millones de dólares de EEUU

Gráfico B

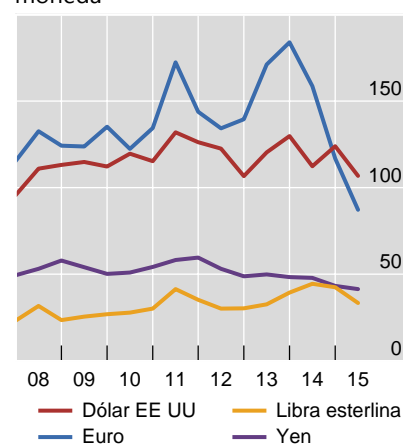
Categorías de riesgo de mercado¹



Compresión, por instrumento



Swaps de tasas de interés, por moneda¹



Más información sobre estadísticas del BPI sobre derivados OTC en www.bis.org/statistics/derstats.htm.

¹ Cifras de final de semestre (junio y diciembre). Los importes denominados en monedas distintas del dólar de Estados Unidos se convierten a dicha moneda al tipo de cambio imperante en la fecha de referencia.

Fuentes: TriOptima triReduce; estadísticas del BPI sobre derivados.

Si bien la tecnología básica de compresión existe desde hace varios años, ha cobrado especial importancia en el segmento de IRS en los últimos dos años (Gráfico B, panel central). El creciente interés de los intermediarios bancarios mundiales por hacer un uso más eficiente de sus balances (en parte como respuesta a los cambios reguladores) ha sido un catalizador clave en la innovación tecnológica para la compresión de operaciones con derivados. Los servicios de compresión más comunes proceden de terceros, a partir de las órdenes sobre posiciones en cartera que reciben de cada uno de sus suscriptores. Mediante un algoritmo, se identifican los contratos que pueden rescindirse sin que cambie la posición neta de cada participante. La reducción de las posiciones con derivados de un intermediario mediante técnicas de compresión ayuda a reducir los riesgos operacionales y de contraparte, así como los costes asociados.

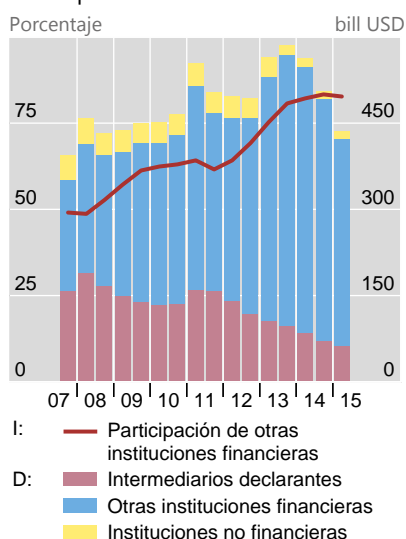
La compresión ya contribuyó a un descenso significativo de los importes nacionales de CDS en circulación en los años que siguieron a la Gran Crisis Financiera. Más recientemente, esta tendencia puede haberse acelerado con el aumento de la compensación centralizada de IRS (véase Domanski et al: «Compensación centralizada: tendencias y retos actuales», en este *Informe Trimestral*), al fomentar el uso de técnicas de compresión sofisticadas. La distribución de los derivados sobre tasas de interés en función de la contraparte indica un continuo desplazamiento de la actividad hacia instituciones financieras distintas de intermediarios, incluidas las CCP (Gráfico C, panel izquierdo). Los contratos entre intermediarios y otras instituciones financieras (incluidas CCP) registraron 360 billones de dólares a finales de junio de 2015, por debajo de los 421 billones registrados a finales de diciembre de 2014. En fechas más recientes, han surgido métodos de compresión que no exigen la participación de terceros, dando lugar a un nuevo repunte de los volúmenes de compresión. Además, las nuevas plataformas de negociación electrónica para derivados OTC, como las facilidades de ejecución de *swaps* o SEF, han comenzado a ofrecer mecanismos eficientes para cancelar operaciones contrapuestas entre contrapartes.

El valor de mercado bruto de los contratos vigentes —es decir, el coste de reponer todos los contratos en circulación a los precios de mercado vigentes en la fecha de declaración— también cayó en el primer semestre de 2015 (Gráfico C, panel central). Los valores de mercado brutos han continuado su tendencia bajista de los últimos años pese a un breve respiro a finales de 2014. Los valores de mercado se situaron en 15,5 billones de dólares a finales de junio de 2015, su nivel más bajo desde 2007. Junto con la compresión, a este descenso puede haber

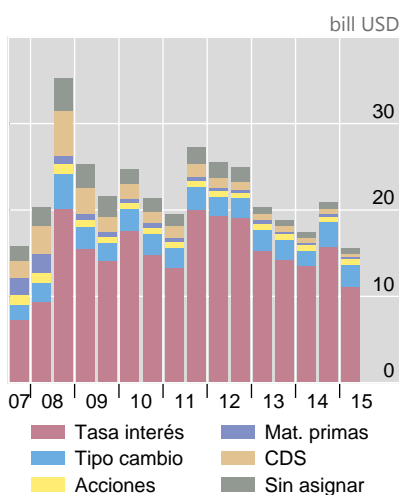
Mercados mundiales de derivados OTC¹

Gráfico C

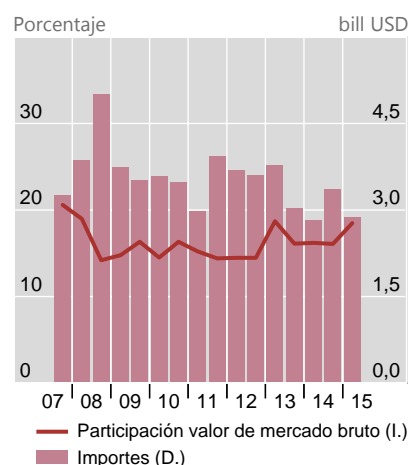
Derivados sobre tasas de interés, principal nacional por sector de la contraparte



Valor de mercado bruto



Exposición crediticia bruta



Más información sobre estadísticas del BPI sobre derivados OTC en www.bis.org/statistics/derstats.htm.

¹ Cifras de final de semestre (junio y diciembre). Los importes denominados en monedas distintas del dólar de Estados Unidos se convierten a dicha moneda al tipo de cambio imperante en la fecha de referencia.

Fuente: estadísticas del BPI sobre derivados.

contribuido a la decreciente brecha entre las tasas en la fecha de declaración y las tasas en la fecha de formalización de los contratos. Las exposiciones crediticias brutas, que tienen en cuenta la reducción del riesgo de crédito de contraparte a través de los acuerdos de neteo pero no el colateral, también se redujeron, hasta los 2,9 billones de dólares a finales de junio de 2015, es decir hasta cerca de sus niveles anteriores a la crisis (Gráfico C, panel derecho).

① Durante dicho periodo, las oscilaciones cambiarias magnificaron la contracción de las posiciones en monedas distintas del dólar estadounidense. Por ejemplo, la depreciación del euro frente al dólar entre finales de diciembre de 2014 y finales de junio de 2015 redujo el valor declarado en dólares de los activos denominados en euros. Con todo, incluso ajustando las cifras por dichas oscilaciones, los importes nominales a finales de junio de 2015 fueron un 10% inferiores a los de finales de diciembre de 2014. ② Diversas razones explican por qué el impacto de las técnicas de compresión ha sido máximo en el segmento de IRS denominados en euros. Las carteras de derivados en euros suelen ser muy voluminosas desde el principio, en comparación con las de derivados denominados en otras monedas. Además, los IRS en euros suelen estar más estandarizados y el universo de corredores-intermediarios activos en dichos mercados es menos diverso. Todo esto implica que el alcance de la compresión puede haber sido más amplio para los IRS en euros.