

Aspectos más destacados de los flujos de financiación mundial¹

El BPI, en colaboración con bancos centrales y autoridades monetarias de todo el mundo, compila y distribuye datos sobre la actividad financiera internacional. Con estos datos, confecciona indicadores de liquidez mundial e indicadores de alerta temprana sobre riesgos para la estabilidad financiera. Este capítulo analiza las últimas tendencias de dichos indicadores, basándose para ello en los datos más recientes sobre los mercados bancarios internacionales, disponibles hasta septiembre de 2016, y sobre títulos de deuda internacionales, disponibles hasta diciembre de 2016.

Resumen

- Los activos de los bancos internacionales reanudaron su crecimiento en el segundo y el tercer trimestre de 2016, tras las caídas interanuales registradas a finales de 2015 y principios de 2016. Esta recuperación obedeció fundamentalmente al aumento interanual del 3,8% de los activos frente al sector no bancario, mientras que los activos interbancarios se contrajeron un 3,2% en el tercer trimestre de 2016.
- El volumen de títulos de deuda internacionales creció continuamente a un ritmo del 3,8% interanual en el último trimestre de 2016, gracias a un repunte de la emisión neta de deuda de los bancos, que se situó en el 2,2%. La emisión neta de deuda por entidades no bancarias también aumentó ligeramente, con un incremento del volumen de títulos en circulación el 4% interanual en el tercer trimestre de 2016 y el 4,6% en el cuarto trimestre.
- El crédito en dólares² a prestatarios no bancarios fuera de Estados Unidos creció 420 000 millones de dólares entre el final del primer trimestre y el cierre del tercer trimestre de 2016. Incluyendo los datos sobre el crédito concedido por bancos de China y Rusia, que han comenzado recientemente a participar en las estadísticas, el importe vigente total al cierre de septiembre de 2016 se situaba en 10,5 billones de dólares.

¹ Este artículo ha sido elaborado por Iñaki Aldasoro (Iñaki.Aldasoro@bis.org) y Torsten Ehlers (Torsten.Ehlers@bis.org). El apoyo estadístico ha estado a cargo de Kristina Bektyakova, Pamela Pogliani y Mathias Loerch.

² Dólares estadounidenses salvo indicación en contrario.

- El crédito en dólares concedido a entidades no bancarias de economías de mercado emergentes (EME) se incrementó levemente, hasta alcanzar 3,6 billones de dólares al cierre del tercer trimestre de 2016, incluyendo los nuevos datos de China y Rusia.
- Como consecuencia de las reformas del sector estadounidense de fondos de inversión en activos del mercado monetario, la financiación en dólares a bancos no estadounidenses procedente de fondos «prime» (que invierten en deuda corporativa) se redujo en 555 000 millones de dólares en el periodo comprendido entre finales de septiembre de 2015 y finales de diciembre de 2016. Este descenso quedó parcialmente contrarrestado por un aumento de 140 000 millones de dólares en la financiación procedente de fondos de inversión en títulos públicos (véase el recuadro al final del capítulo). Pese a la citada contracción, el crédito en dólares a bancos no estadounidenses continuó expandiéndose, al encontrar estas entidades otras fuentes de financiación.

Recuperación del crédito mundial en la segunda mitad de 2016

Las condiciones crediticias mundiales, medidas mediante los indicadores agregados de liquidez mundial (GLI) del BPI, se recuperaron y registraron un moderado ascenso en el segundo semestre de 2016³. Este incremento se debió fundamentalmente a los activos bancarios internacionales (activos transfronterizos más activos locales en moneda extranjera)⁴, que repuntaron en el segundo trimestre de 2016 y retrocedieron solo ligeramente en el tercer trimestre. Los flujos anuales acumulados fueron exigüos pero positivos en ambos trimestres, lo que se tradujo en incrementos interanuales moderados del 0,2% en cada caso (Gráfico 1, panel superior). Continuando la tendencia iniciada en el segundo trimestre de 2015, el crédito interbancario mundial disminuyó en términos interanuales, aunque a un ritmo más lento tanto en el segundo como en el tercer trimestre de 2016. En cambio, el crédito al sector no bancario se recuperó en dicho periodo, tras una ligera desaceleración en el primer trimestre de 2016. Los activos bancarios internacionales frente al sector no bancario crecieron, encadenando diez ascensos trimestrales consecutivos hasta el tercer trimestre de 2016, la última observación disponible.

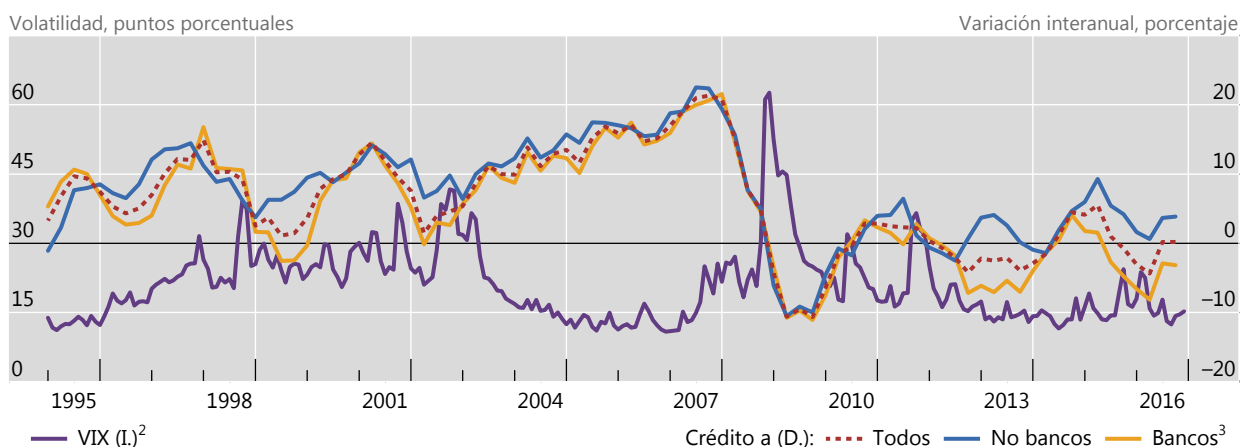
La emisión neta de deuda internacional⁵ también remontó ligeramente en el segundo semestre de 2016 (Gráfico 1, panel inferior), con un volumen de emisión neta de 229 000 millones de dólares en el tercer trimestre. El volumen de títulos de

³ Véase una descripción de la metodología utilizada para elaborar los indicadores GLI en: www.bis.org/statistics/gli/gli_methodology.pdf.

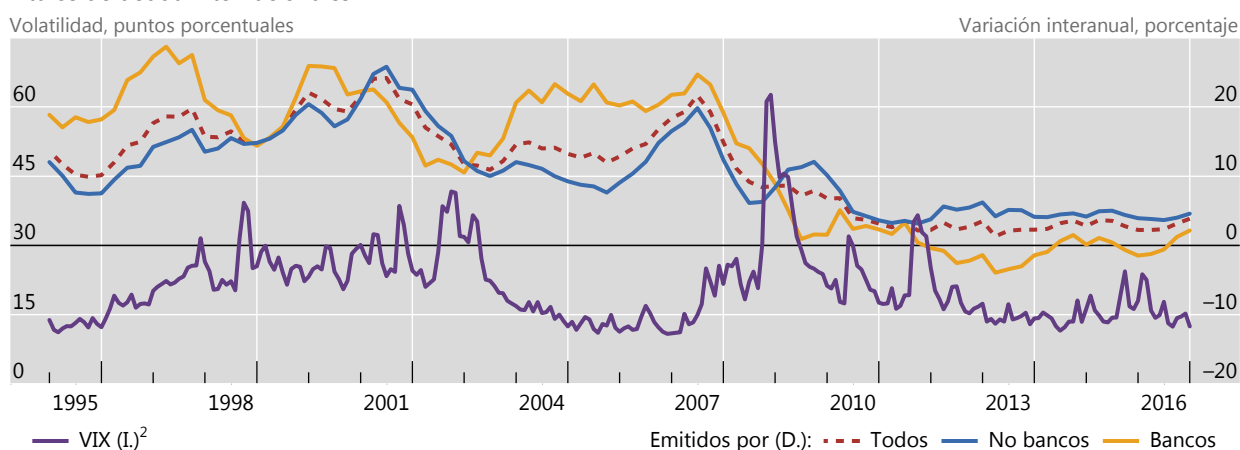
⁴ El concepto de «crédito bancario internacional» utilizado en los indicadores de liquidez mundial (GLI) se ajusta a la definición empleada en las estadísticas bancarias territoriales del BPI. El crédito bancario internacional comprende activos transfronterizos en todas las monedas y activos locales en moneda extranjera de entidades bancarias, consistiendo estos activos locales en el crédito concedido por filiales de bancos situadas en el mismo país que el prestatario. Los cambios trimestrales se corrigen para tener en cuenta el efecto de la variación del tipo de cambio, así como las rupturas en las series de datos.

⁵ El BPI define los títulos de deuda internacionales como títulos emitidos por no residentes en todos los mercados. Véase más información en B. Gruic y P. Wooldridge, «Mejoras en las estadísticas del BPI sobre valores de deuda», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2012.

Activos bancarios internacionales¹



Títulos de deuda internacionales⁴



Más información sobre los indicadores de liquidez mundial del BPI en www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Suma de los activos transfronterizos y activos locales en moneda extranjera de los bancos que participan en las LBS. ² Índice de volatilidad implícita del S&P 500 en el Mercado de Opciones de Chicago (CBOE); desviación típica, en puntos porcentuales por año. ³ Incluye transacciones intragrupo. ⁴ Todos los instrumentos, vencimientos y países. En base al emisor directo.

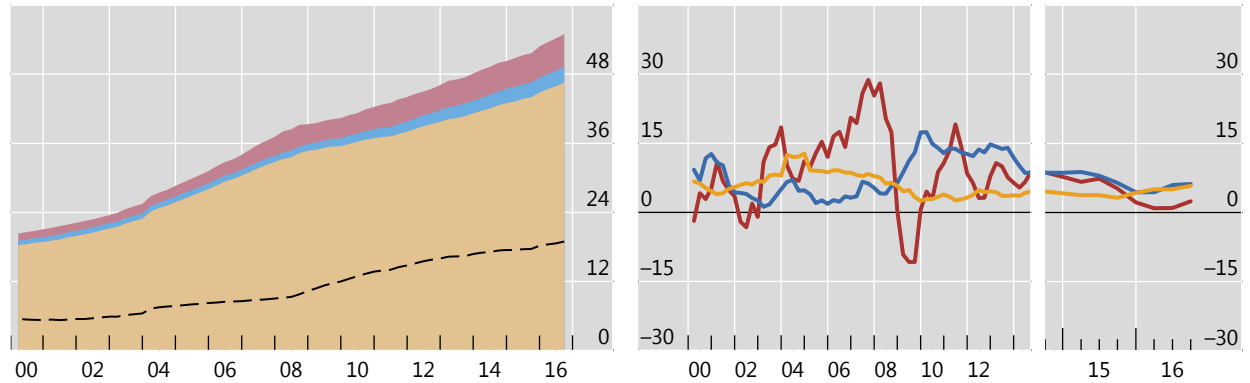
Fuentes: Bloomberg; Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; estadísticas bancarias territoriales (LBS) del BPI; cálculos del BPI.

deuda creció un 3,8% entre finales de diciembre de 2015 y finales de diciembre de 2016, su mayor ascenso en un periodo de cuatro trimestres desde el registrado entre el tercer trimestre de 2009 y el segundo de 2010. Tanto los bancos como las entidades no bancarias recurrieron en mayor medida a los mercados de deuda internacionales: el crecimiento interanual del volumen de títulos de deuda internacionales emitidos por el sector bancario fue positivo en el tercer trimestre de 2016 (un 1,2%, el primer ascenso interanual desde el segundo trimestre de 2015), y aún más en el cuarto trimestre, hasta el 2,2%. También la emisión neta de deuda por el sector no bancario se aceleró en el segundo semestre de 2016: el crecimiento interanual de los importes pendientes pasó del 3,6% en el segundo trimestre de 2016 al 4% en el tercero y al 4,6% en el último trimestre del año.

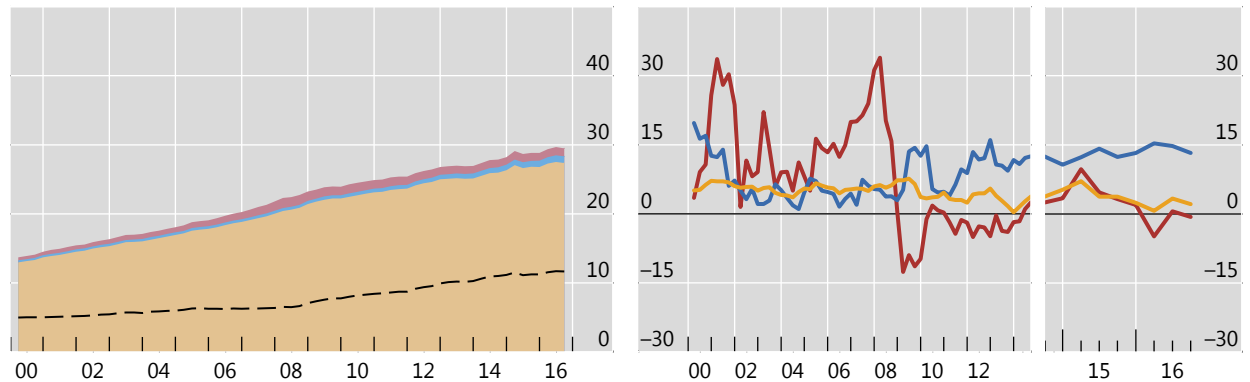
Con la recuperación del crédito bancario internacional y de la emisión de deuda, también creció algo más rápido el crédito total en moneda extranjera, en particular en dólares estadounidenses y euros, en el segundo y el tercer trimestre de 2016 (Gráfico 2).

Importes pendientes, billones de unidades de moneda¹ Variación anual⁵ (%)

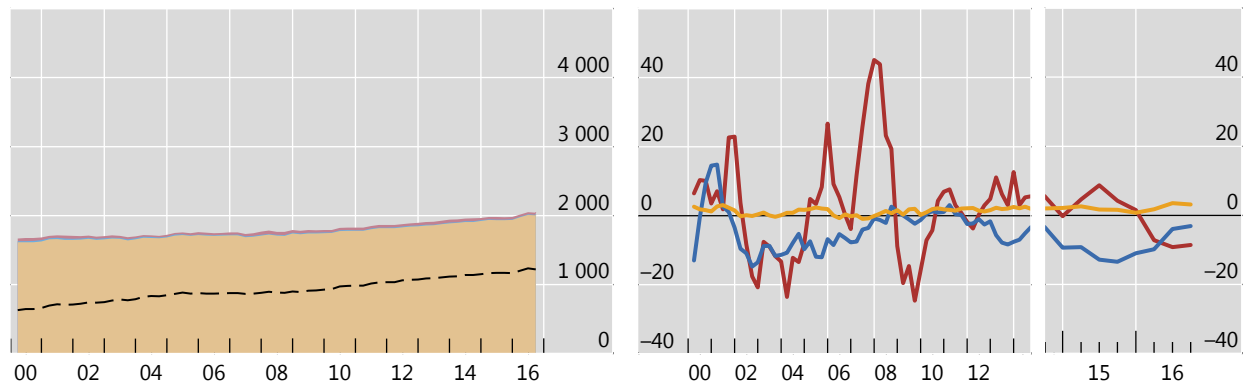
Crédito denominado en USD



Crédito denominado en EUR



Crédito denominado en JPY



Crédito a residentes² Crédito a no residentes:
 Títulos de deuda³
 Préstamos⁴

Crédito al Gobierno
 Crédito a residentes²
 Títulos de deuda³
 Préstamos⁴

Más información sobre los indicadores de liquidez mundial del BPI en www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Importes vigentes al cierre del trimestre. ² Crédito a prestatarios no financieros residentes en Estados Unidos, zona del euro o Japón. Las cuentas financieras nacionales se ajustan utilizando las estadísticas bancarias y sobre títulos del BPI para excluir el crédito denominado en monedas no locales. ³ Excluye los títulos de deuda emitidos por vehículos de gestión especializada y otras entidades financieras controladas por matrices no financieras. Los títulos de deuda denominados en euros excluyen los emitidos por instituciones de la Unión Europea. ⁴ Préstamos de los bancos que participan en las LBS a prestatarios no bancarios, incluidas entidades financieras no bancarias; engloba préstamos transfronterizos y préstamos locales. Para países que no declaran posiciones locales, los préstamos locales en USD/EUR/JPY se estiman de la siguiente manera: para China, los préstamos locales en moneda extranjera proceden de datos nacionales y se asume una composición de 80% USD, 10% EUR y 10% JPY; para otros países que no participan en las LBS, los préstamos locales a entidades no bancarias equivalen a los préstamos transfronterizos a bancos en el país de los bancos que participan en las LBS (denominados en USD/EUR/JPY), asumiendo que estas cantidades se prestan entonces a entidades no bancarias. ⁵ Media geométrica de variaciones trimestrales ajustadas por tipos de cambio y rupturas de las series.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; Datastream; estadísticas de títulos de deuda y estadísticas bancarias territoriales (LBS), del BPI.

El préstamo bancario denominado en dólares a entidades no bancarias fuera de Estados Unidos creció un 2,4% en el tercer trimestre de 2016 con respecto al año anterior, mientras que en los dos primeros trimestres de 2016 apenas creció algo menos del 1% (Gráfico 2, paneles superiores). Los importes vigentes de títulos de deuda denominados en dólares estadounidenses emitidos por el *sector no financiero* no residente aumentaron un 6,2% interanual en el tercer trimestre de 2016, superando el 4% y del 5,9% del primer y el segundo trimestre, respectivamente. El volumen total de crédito en dólares en circulación (préstamos bancarios más títulos de deuda) al sector no financiero fuera de Estados Unidos creció desde 8,1 billones de dólares a finales de marzo de 2016 hasta 8,4 billones al cierre de septiembre de 2016. En ese mismo periodo, el crédito en dólares a entidades no bancarias pasó de 10,1 a 10,5 billones de dólares.

Con la reciente incorporación de China y Rusia al conjunto de países que participa en las estadísticas bancarias territoriales (LBS) del BPI, se dispone de información más exhaustiva sobre el crédito en moneda extranjera⁶, y en particular, sobre el crédito concedido por entidades bancarias chinas y rusas. Excluyendo estos nuevos datos, se estima que el volumen total de crédito en dólares a entidades no bancarias fuera de Estados Unidos se habría situado en 10 billones de dólares al cierre del mes de septiembre de 2016 —aproximadamente 500 000 millones menos que la estimación actual—. Sin embargo, el efecto de los datos nuevos sobre el incremento tendencial de los importes pendientes desde el primer trimestre de 2016 es mínimo.

El volumen de títulos de deuda denominados en euros emitidos por el sector no financiero fuera de la zona del euro continuó creciendo con fuerza, gracias en parte a los reducidos rendimientos de la deuda soberana de los países miembros. El crecimiento interanual se situó en el 13% al cierre del tercer trimestre de 2016 (Gráfico 2, paneles centrales), con lo que ya son 12 los trimestres consecutivos en los que el crecimiento interanual ha superado el 10%. En cambio, los préstamos bancarios denominados en euros a no residentes se mantuvieron estables en términos generales en el segundo y el tercer trimestre de 2016, con cifras de crecimiento interanual del 0,6% y el -0,6%, respectivamente. Como consecuencia, el volumen total de crédito denominado en euros a entidades no financieras fuera de la zona del euro solo aumentó en 36 000 millones de euros (39 000 millones de dólares)⁷ entre finales de marzo y finales de septiembre de 2016, hasta alcanzar un total de 2,2 billones de euros (2,3 billones de dólares).

El crédito denominado en yenes al sector no financiero no residente, cuyos volúmenes totales son muy inferiores a los del crédito en dólares o en euros (37 billones de yenes, lo que equivale a 311 000 millones de dólares, al final del mes de septiembre de 2016), continuó descendiendo en términos anuales. La emisión neta de títulos de deuda internacionales en yenes comenzó a recuperarse, aunque el volumen de títulos en circulación se redujo un 3,1% en términos interanuales (Gráfico 2, paneles inferiores).

El crédito en dólares a *entidades no bancarias* de economías de mercado emergentes creció a un ritmo lento. Aunque las turbulencias en los mercados financieros internacionales de principios de 2016 propiciaron una contracción temporal de dicho crédito en el primer trimestre del año, durante el segundo y el

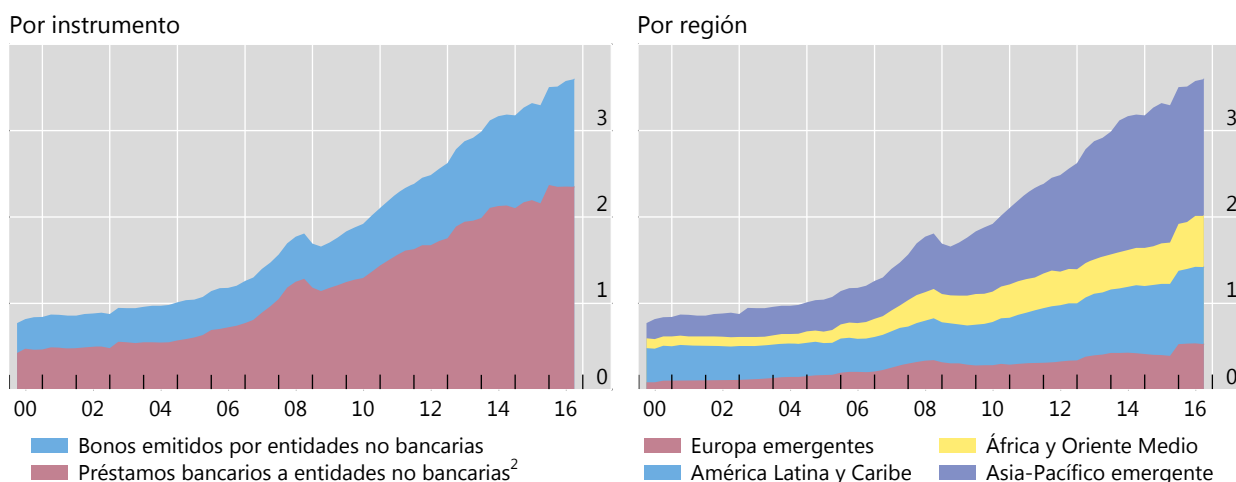
⁶ Véase K. Goh y S. Pradhan, "Incorporación de China y Rusia a las estadísticas bancarias territoriales del BPI", *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2016.

⁷ Todas las conversiones monetarias al dólar estadounidense se realizan con los tipos de cambio medios del trimestre correspondiente.

Crédito denominado en USD a entidades no bancarias en EME¹

Importes vigentes, en billones de USD

Gráfico 3



Más información sobre los indicadores de liquidez mundial del BPI en www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Las entidades no bancarias engloban entidades financieras no bancarias, sociedades no financieras, gobiernos, hogares y organismos internacionales. ² Préstamos de los bancos que participan en las LBS a prestatarios no bancarios, incluidas entidades financieras no bancarias; engloba préstamos transfronterizos y préstamos locales. Para países que no declaran posiciones locales, los préstamos locales en USD se estiman de la siguiente manera: para China, los préstamos locales en moneda extranjera proceden de datos nacionales y se asume una composición del 80% en USD; para otros países que no participan en las LBS, los préstamos locales a entidades no bancarias equivalen a los préstamos transfronterizos a bancos en el país de los bancos que participan en las LBS (denominados en USD), asumiendo que estos fondos se prestan después a entidades no bancarias.

Fuentes: Datastream; estadísticas de títulos de deuda y estadísticas bancarias territoriales (LBS), ambas del BPI.

tercero se registró un incremento combinado de 87 000 millones de dólares, hasta los 3,6 billones de dólares al final de septiembre de 2016 (Gráfico 3, panel izquierdo). Si no se hubieran tenido en cuenta los datos de China y Rusia recientemente incorporados a las LBS, el importe vigente total habría sido de 3,3 billones de dólares. El incremento tendencial desde el primer trimestre de 2016 sería aproximadamente el mismo.

El moderado crecimiento del crédito en dólares a entidades no bancarias de EME en el segundo y el tercer trimestre de 2016 se debió casi en su totalidad a la emisión de deuda, ya que el volumen pendiente de préstamos bancarios en dólares prácticamente no experimentó cambios. Los países de África y Oriente Medio acapararon más de la mitad (48 000 millones de dólares) de ese incremento (Gráfico 3, panel derecho), con los países exportadores de petróleo de Oriente Medio a la cabeza. Más de un tercio (30 000 millones de dólares) correspondió a prestatarios de América Latina, y menos del 20% (17 000 millones de dólares) a economías emergentes asiáticas. El crédito en dólares a economías emergentes europeas se redujo en 8 000 millones de dólares durante el segundo y el tercer trimestre de 2016.

Los indicadores de alerta temprana de crisis financieras continúan señalando vulnerabilidades en varias jurisdicciones. El Cuadro 1 resume los indicadores de alerta temprana de crisis bancarias nacionales elaborados por el BPI, con datos hasta el tercer trimestre de 2016 para la mayoría de los países⁸. Si lo comparamos con

⁸ Estos indicadores se han concebido para prever posibles tensiones financieras a medio plazo. Véase «Aspectos más destacados de los flujos de financiación mundial», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2016, para un análisis de los indicadores y su interpretación.

Indicadores de alerta temprana de tensión en los sistemas bancarios nacionales¹

Cuadro 1

	Brecha crédito-PIB ²	Brecha de precios inmobiliarios ³	Coefficiente de servicio de la deuda (DSR) ⁴	DSR si las tasas de interés suben 250 p.b. ^{4, 5}
Alemania	-4,2	15,6	-1,8	0,1
Asia ⁶	15,6	5,5	2,0	4,3
Australia	1,3	3,7	1,4	5,3
Brasil	-2,4	-30,9	3,0	4,6
Canadá	17,4	11,6	3,6	7,9
China	26,3	0,8	5,4	8,8
Corea	2,3	5,4	-0,5	3,1
España	-46,8	-15,2	-3,2	-0,4
Estados Unidos	-7,8	5,1	-1,4	1,1
Europa central y oriental ⁷	-12,4	10,4	-0,5	0,9
Francia	1,6	-9,5	1,1	4,2
Grecia	-16,3	11,8		
India	-4,7		1,4	2,5
Italia	-14,1	-14,2	-0,5	1,5
Japón	3,5	16,3	-2,2	0,5
México	8,9	7,7	0,8	1,5
Países Bajos	-18,8	-11,4	0,8	5,6
Países nórdicos ⁸	-2,2	3,5	0,1	3,9
Portugal	-41,1	13,8	-1,6	1,6
Reino Unido	-19,5	1,0	-1,2	1,7
Sudáfrica	-2,0	-9,1	-0,3	1,1
Suiza	8,2	7,8	0,0	3,2
Turquía	7,7		5,0	6,7
Leyenda	Brecha crédito/ PIB > 10	Brecha precios inmobiliarios > 10	DSR > 6	DSR > 6
	2 ≤ brecha crédito/PIB ≤ 10		4 ≤ DSR ≤ 6	4 ≤ DSR ≤ 6

Para la brecha crédito/PIB, la brecha de precios inmobiliarios y el cociente del servicio de la deuda (DSR), datos hasta T3 2016.

¹ Los umbrales para las celdas rojas se fijan minimizando las falsas alarmas a condición de captar al menos dos tercios de las crisis durante un horizonte temporal acumulado de tres años. Una señal es correcta si se produce una crisis en cualquiera de los tres años siguientes. El ruido se mide por predicciones incorrectas fuera de dicho horizonte. Las celdas *beige* para la brecha crédito/PIB se basan en las orientaciones sobre el colchón de capital anticíclico de Basilea III. Las celdas *beige* para el DSR se basan en umbrales críticos cuando se aplica un horizonte de previsión de dos años. Para saber cómo se obtienen los umbrales críticos para las brechas crédito/PIB y las brechas de precios inmobiliarios, véase M. Drehmann, C. Borio y K. Tsatsaronis, «Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates», *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n.º 4, 2011, pp. 189–240. Los agregados de países son medias simples. ² Diferencia, en puntos porcentuales, del cociente entre crédito y PIB con respecto a su tendencia a largo plazo en tiempo real calculada con un filtro Hodrick-Prescott (HP) asimétrico, utilizando un factor de suavización de 400 000. ³ Desviación, en puntos porcentuales, de los precios reales de los inmuebles residenciales con respecto a su tendencia a largo plazo calculada con un filtro HP asimétrico, utilizando un factor de suavización de 400 000. ⁴ Información sobre las series y la metodología de los DSR disponible en www.bis.org/statistics/dsr/index.htm. Diferencia, en puntos porcentuales, de los DSR para el sector privado no financiero con respecto a los promedios de largo plazo específicos del país desde 1999 o una fecha posterior, en función de los datos disponibles, y el momento en que la inflación media a cinco años cayó por debajo del 10%. Los datos pueden variar con respecto a los publicados en la página web del BPI debido a las revisiones de datos entre las fechas en que se actualizan los datos. ⁵ Suponiendo que las tasas de interés suben 2,50 puntos porcentuales y que el resto de componentes de los DSR permanecen fijos. ⁶ HK, ID, MY, PH, SG y TH; se excluye PH y SG para el cálculo de los DSR y su previsión. ⁷ BG, CZ, EE, HU, LT, LV, PL, RO y RU; se excluye CZ y RO para la brecha de los precios inmobiliarios reales; se excluye BG, EE, LT, LV y RO para el cálculo de los DSR y su previsión. ⁸ FI, NO y SE.

Fuentes: datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.

anteriores lecturas⁹, no se aprecian cambios en el conjunto de países que presentan grandes brechas crédito/PIB positivas (primera columna). China continuó teniendo una brecha de crédito elevada, del 26,3% del PIB, muy por encima del umbral del 10%¹⁰. Canadá y varios países asiáticos han registrado incrementos de la brecha de crédito desde septiembre de 2016. El tamaño de la brecha de los precios inmobiliarios (segunda columna) se mantiene cerca de su tendencia histórica en muchas jurisdicciones, a excepción de Alemania, Canadá, Grecia, Japón y Portugal y un grupo de países de Europa central y oriental, que siguen presentando brechas relativamente amplias. Sin embargo, una lectura elevada no tiene por qué indicar una aceleración del crecimiento de los precios —en los casos de Japón, Grecia y Portugal, la amplia brecha de los precios inmobiliarios no denota necesariamente la existencia de vulnerabilidades, sino que se trata del retorno del crecimiento de los precios inmobiliarios a niveles normales tras periodos prolongados de descensos—.

Las dos últimas columnas del Cuadro 1 presentan dos medidas alternativas de los coeficientes del servicio de la deuda, cuya finalidad es plasmar los pagos del principal e intereses en proporción a los ingresos para el sector privado no financiero en su conjunto. En la mayoría de los países, los coeficientes del servicio de la deuda se sitúan en niveles aceptables suponiendo que las tasas de interés no varíen (tercera columna). En condiciones de mayor tensión (con una subida de 250 puntos básicos de las tasas) y suponiendo una transmisión del 100%, los indicadores señalan riesgos potenciales en Canadá, China y Turquía (cuarta columna). Sin embargo, estas cifras se ofrecen únicamente a título indicativo y no son el resultado de una prueba de tensión real: cualquier incremento de las tasas tardaría un tiempo en traducirse en un aumento del servicio de la deuda. El grado de transmisión depende del porcentaje de la deuda a interés variable, de los vencimientos de los títulos de deuda y de posibles cambios en las pautas de endeudamiento.

⁹ Véase «Aspectos más destacados de los flujos de financiación mundial», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2016.

¹⁰ En el pasado, dos tercios de las crisis bancarias estuvieron precedidas por brechas crédito/PIB por encima de este umbral durante los tres años anteriores.

La financiación mundial en dólares obtenida por bancos no estadounidenses crece pese a la reforma del mercado monetario de Estados Unidos

Iñaki Aldasoro, Torsten Ehlers, Egemen Eren y Robert N. McCauley

Pese a la pérdida de financiación en dólares consecuencia de la reforma de los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM) en Estados Unidos, la financiación agregada en dólares obtenida por los bancos no estadounidenses alcanzó máximos históricos en el tercer trimestre de 2016. En particular, los depósitos fuera de Estados Unidos han aumentado con fuerza, contrarrestando así la menor financiación procedente de FIAMM. Al menos en términos agregados, los bancos no estadounidenses no sufren una escasez de dólares estadounidenses como ocurrió en el periodo 2008–09.

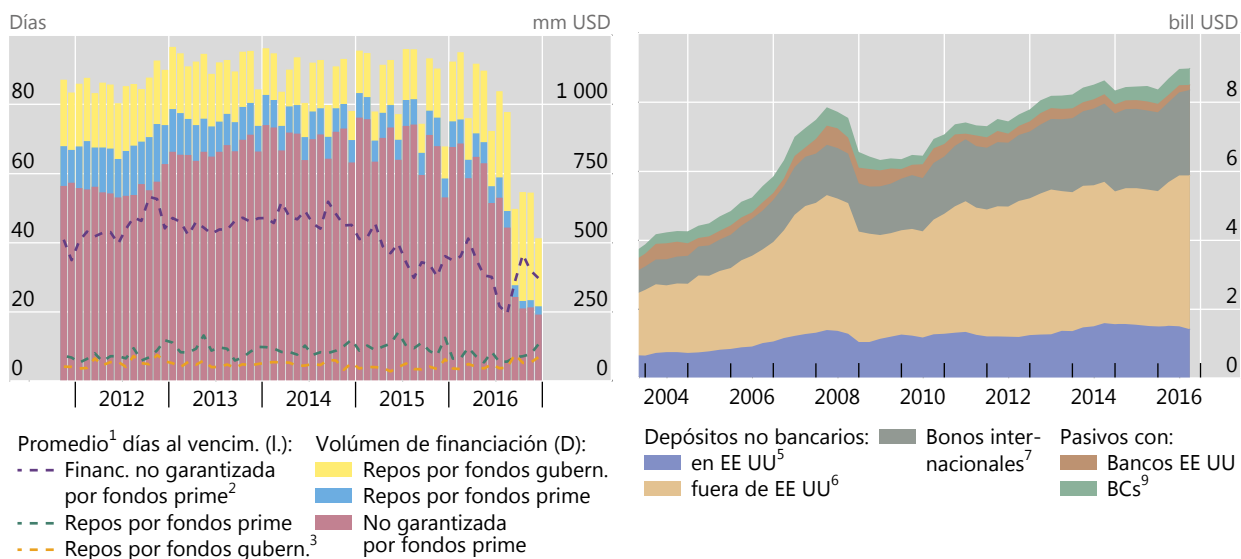
Según nuestras estimaciones, la reforma de los FIAMM institucionales «prime», que entró en vigor formalmente en octubre de 2016, privó a los bancos no estadounidenses de aproximadamente 415 000 millones de dólares en financiación entre septiembre de 2015 y diciembre de 2016. En algunos casos, incluidos los mayores FIAMM institucionales, los *promotores de los fondos* los convirtieron en fondos que solo invierten en deuda pública. Además, los *inversores en fondos* trasladaron su capital desde los fondos «prime» hacia otros que invertían exclusivamente en títulos públicos y del Tesoro. Tanto la conversión como el traslado de capitales entre fondos provocó una contracción de 1,3 billones de dólares en los activos de los fondos «prime» durante dicho periodo^①. Esta contracción no se produjo solo a expensas de la financiación de los bancos no estadounidenses, puesto que los fondos «prime» habían invertido también en títulos de bancos constituidos en Estados Unidos y deuda pública estadounidense, y los fondos de títulos públicos habían invertido en acuerdos de recompra («repos») con entidades bancarias no estadounidenses. En los cinco trimestres hasta finales de diciembre de 2016, los bancos no estadounidenses perdieron

Los depósitos de FIAMM estadounidenses se reducen, peor aumentan los eurodólares en bancos no estadounidenses

Gráfico A1

Financiación de FIAMM de EE UU a bancos extranjeros

Financiación en dólares dentro de balance de bancos no estadounidenses⁴



¹ Valor ponderado por importes nacionales. ² Financiación no garantizada = certificados de depósito, efectos comerciales y otros tipos de financiación. ³ Fondos de deuda gubernamental y del Tesoro. ⁴ Excluye posiciones declaradas por China y Rusia, que empezaron a participar en las LBS a partir del 4T de 2015. ⁵ Los pasivos por depósitos de sucursales y agencias extranjeras en Estados Unidos proceden de Federal Reserve Financial Accounts, Table L.112. ⁶ Pasivos por depósitos estimados de bancos no estadounidenses radicados fuera de Estados Unidos. ⁷ Incluye bonos, pagarés a medio plazo e instrumentos del mercado monetario. ⁸ Activos interbancarios en dólares de bancos estadounidenses. ⁹ Pasivos denominados en USD frente a autoridades monetarias oficiales (bancos centrales) por parte de bancos no estadounidenses.

Fuentes: Board of Governors of the Federal Reserve System, Financial Accounts; Crane Data; estadísticas del BPI sobre títulos de deuda internacionales y estadísticas bancarias territoriales (LBS) del BPI por país de residencia

en torno a 555 000 millones de financiación en dólares procedente de FIAMM «prime», pero ganaron aproximadamente 140 000 millones de dólares de financiación mediante repos de FIAMM que invierten en títulos públicos (Gráfico A1, panel izquierdo). Este cambio acortó los vencimientos de la financiación mediante FIAMM de los bancos no estadounidenses.

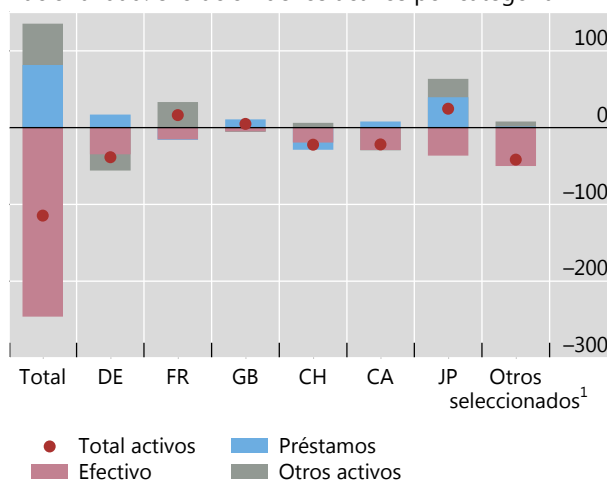
En base a estos datos, muchos analistas han concluido que las entidades bancarias no estadounidenses han sufrido una escasez de financiación en dólares. Sin embargo, desde una perspectiva mundial, hasta el tercer trimestre de 2016 su financiación en dólares dentro de balance se incrementó hasta los 9,0 billones de dólares (Gráfico A1, panel derecho). (Además de la financiación dentro de balance, los bancos no estadounidenses también obtuvieron dólares permutando moneda extranjera por dólares). Pese a la salida de depósitos de eurodólares mantenidos por FIAMM estadounidenses, los depósitos extraterritoriales en bancos no estadounidenses crecieron 531 000 millones de dólares en los tres primeros trimestres de 2016, hasta los 4,5 billones de dólares. Esta evolución es acorde con el incremento de 67 000 millones de dólares de los depósitos de clientes en moneda extranjera (principalmente dólares) declarado por los bancos japoneses en el periodo de siete meses hasta finales de octubre de 2016². El aumento de la demanda de eurodólares causó una ampliación tanto del diferencial TED como del diferencial Libor-OIS, elevando el coste de la deuda en dólares a interés variable (véase el Gráfico 9 de «¿Cambio de paradigma en los mercados?», Informe Trimestral del BPI, diciembre de 2016). Además, algunos bancos con elevada calificación crediticia emitieron más deuda a largo plazo en dólares. Por lo tanto, no se aprecia ninguna escasez agregada de dólares.

Los balances de las sucursales y agencias de bancos no estadounidenses en Estados Unidos permiten comprender mejor cómo estos se han adaptado a la menor financiación. La pérdida de financiación procedente de FIAMM estadounidenses se observa en el panel derecho del Gráfico A2 como una caída de los depósitos y de la deuda neta con filiales extranjeras, esto último por la reducción de los depósitos de eurodólares por parte de los FIAMM en sucursales de centros extraterritoriales, por ejemplo las Islas Caimán. Las sucursales y agencias de titularidad extranjera en Estados Unidos han reaccionado en general reduciendo su excedente de reservas con la Reserva extranjera en Estados Unidos han reaccionado en general reduciendo su excedente de reservas con la Reserva Federal (Gráfico A2, panel izquierdo). Mientras reducían este tipo de activos con escaso rendimiento, los bancos extranjeros incrementaron sus préstamos mejor remunerados³.

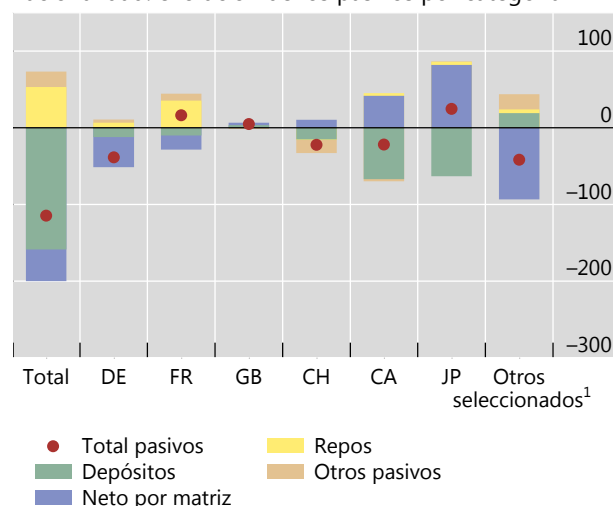
Sucursales y agencias extranjeras en EE UU reducen depósitos y reservas en la Fed

Variación interanual desde el cierre de T3 2015 hasta el cierre de T3 2016, miles de millones de USD. Gráfico A2

Sucursales y agencias extranjeras en Estados Unidos, por nacionalidad: evolución de los activos por categoría



Sucursales y agencias extranjeras en Estados Unidos, por nacionalidad: evolución de los pasivos por categoría



¹ Otros seleccionados = AU, NL, NO y SE.

Fuente: US Federal Financial Institutions Examination Council, *Reports of Condition and Income*.

A modo de contexto, conviene recordar que los bancos no estadounidenses habían acumulado posiciones desmesuradas en la Reserva Federal desde 2011, cuando la ampliación de la cobertura de la Corporación Federal de Seguros de Depósitos (FDIC) en cumplimiento de la ley Dodd-Frank impuso un recargo en el balance a los bancos constituidos en Estados Unidos. Como consecuencia, dichos bancos dejaron en gran medida el «arbitraje» para las sucursales extranjeras, que canalizaban fondos de quienes no podían obtener intereses con sus saldos en la Reserva Federal (como Fannie Mae y Freddie Mac) hacia la Reserva Federal, donde los mantenían como excedente de reservas^①. Dado que la rentabilidad de estas transacciones era moderada, apenas unos 15 puntos básicos, se anticipó acertadamente que los depósitos en la Reserva Federal serían la variable de ajuste por la pérdida de financiación en dólares.

Las entidades que más depósitos perdieron fueron los bancos canadienses y japoneses (Gráfico A2, panel derecho). Los primeros, que habían «arbitrado» con fondos federales, compensaron las inversiones en fondos del mercado monetario reduciendo sus depósitos en la Reserva Federal y obteniendo financiación de sus filiales fuera de Estados Unidos. Las sucursales de bancos japoneses, por su parte, ampliaron sus préstamos y otros activos más que sus homólogos canadienses y obtuvieron más financiación de sus matrices en el extranjero. Como ya se ha señalado, el balance consolidado en moneda extranjera de los bancos japoneses sugiere que, en último término, dicha financiación de filiales consistía en depósitos de clientes.

En suma, observamos que los bancos no estadounidenses compensaron la pérdida de financiación por la reforma de los FIAMM estadounidenses incrementando los depósitos en dólares en oficinas radicadas fuera de Estados Unidos y reduciendo los excedentes de reservas en la Fed. Las sucursales y agencias de entidades extranjeras en Estados Unidos, con menos efectivo y más préstamos y con su giro hacia la financiación mediante *repos* a corto plazo en vez de FIAMM, han ampliado el vencimiento de sus carteras y han asumido más riesgo de crédito. Sin embargo, en conjunto todavía mantenían reservas por valor de 630 000 millones de dólares en la Reserva Federal al final de septiembre de 2016, un tercio del total.

^① Véase «¿Cambio de paradigma en los mercados?», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2016. ^② Véase H. Nakaso, «Monetary policy divergence and global financial stability: from the perspective of demand and supply of safe assets», discurso pronunciado ante la International Bankers Association of Japan, 20 de enero de 2017. ^③ En cambio, se constata una caída de los préstamos a través de sucursales de bancos europeos en R. Correa, H. Sapriza y A. Zlate, «Liquidity shocks, dollar funding costs, and the bank lending channel during the European sovereign crisis», Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal, *International Finance Discussion Papers*, n° 1059, 2012. ^④ Véase R. McCauley y P. McGuire, «Activos de bancos no estadounidenses frente a la Reserva Federal», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2014.