

## Aspectos más destacados de los flujos de financiación mundial<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. 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 marzo de 2017, y sobre títulos de deuda internacionales, disponibles hasta junio de 2017.*

### Resumen

- Los activos bancarios internacionales continuaron aumentando en el primer trimestre de 2017, impulsados por un ascenso interanual del 2,8% de los activos frente al sector no bancario. El crecimiento interanual de los activos interbancarios se situó en terreno positivo por primera vez desde el primer trimestre de 2015.
- El volumen de títulos de deuda internacionales se incrementó un 4,1% en términos interanuales en el segundo trimestre de 2017, fundamentalmente como consecuencia del ascenso de la emisión neta del sector no bancario.
- El crecimiento del crédito denominado en euros al sector no financiero fuera de la zona del euro repuntó, gracias sobre todo al avance del 12,3% de los préstamos bancarios registrado en el año concluido el 31 de marzo de 2017.
- El importe vigente de crédito denominado en dólares estadounidenses a prestatarios no bancarios en economías de mercado emergentes (EME) creció hasta los 3,4 billones de dólares al cierre de marzo de 2017. Este incremento se debió íntegramente al aumento de la emisión de títulos de deuda.
- Los cocientes crédito/PIB permanecieron muy por encima de sus niveles de tendencia para varias jurisdicciones, como Canadá, China y

<sup>1</sup> Este artículo ha sido elaborado por Iñaki Aldasoro ([Iñaki.Aldasoro@bis.org](mailto:Iñaki.Aldasoro@bis.org)) y Torsten Ehlers ([Torsten.Ehlers@bis.org](mailto:Torsten.Ehlers@bis.org)). El apoyo estadístico ha estado a cargo de Kristina Bektyakova, Bat-el Berger, Zuzana Filkova y Matthias Loerch.

Hong Kong RAE, entre otras. En la mayoría de los casos, estas amplias brechas coincidieron con brechas de precios inmobiliarios por encima de los umbrales críticos.

- La deuda pública vigente de EME se ha duplicado desde 2007 (véase el recuadro), al acelerarse la emisión de títulos de deuda. El incremento de la deuda estuvo acompañado de vencimientos medios más largos y un mayor uso de instrumentos a interés fijo.

## Las condiciones de liquidez mundiales continuaron mejorando a principios de 2017

En un contexto de escasa volatilidad en los mercados financieros, y continuando la tendencia de los últimos trimestres, las condiciones crediticias mundiales, medidas

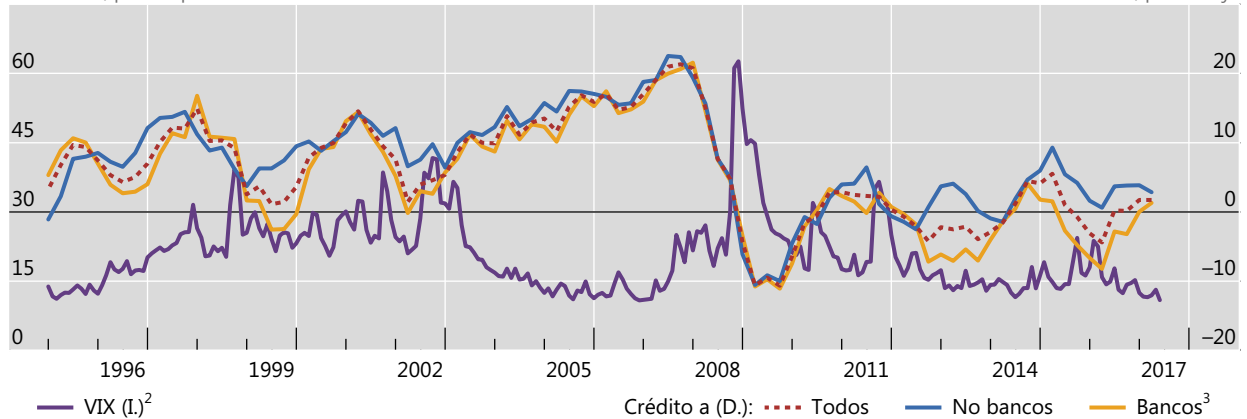
Crédito bancario internacional, títulos de deuda internacionales y volatilidad

Gráfico 1

### Activos bancarios internacionales<sup>1</sup>

Volatilidad, puntos porcentuales

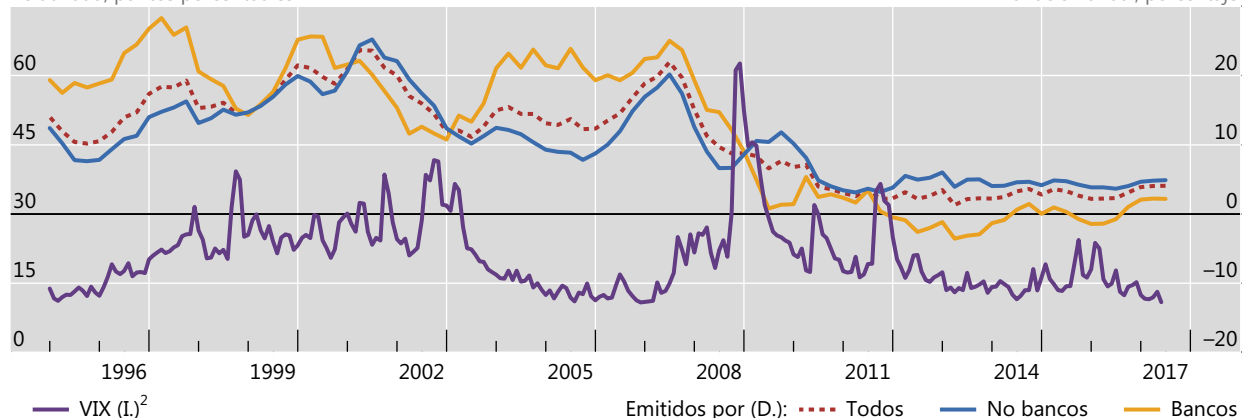
Variación anual, porcentaje



### Títulos de deuda internacionales<sup>4</sup>

Volatilidad, puntos porcentuales

Variación anual, porcentaje



Puede consultar más información sobre los indicadores de liquidez mundial del BPI en [www.bis.org/statistics/gli.htm](http://www.bis.org/statistics/gli.htm).

<sup>1</sup> Suma de los activos transfronterizos y activos locales en moneda extranjera de los bancos que participan en las LBS. <sup>2</sup> Índice de volatilidad implícita del S&P 500 en el Mercado de Opciones de Chicago (CBOE); desviación típica, en puntos porcentuales por año. <sup>3</sup> Incluye transacciones intragrupo. <sup>4</sup> 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.

por los indicadores de liquidez mundial (GLI) del BPI, se relajaron en los primeros meses de 2017<sup>2</sup>. El crédito bancario internacional (activos transfronterizos más activos locales en moneda extranjera)<sup>3</sup> continuó creciendo a finales de 2016 y principios de 2017 (Gráfico 1, panel superior). Con una tasa de crecimiento interanual del 1,7% en el primer trimestre de 2017, el volumen de activos bancarios internacionales alcanzó los 32,0 billones de dólares al cierre del mes de marzo. Como en los últimos trimestres, el grueso del crecimiento de los activos bancarios internacionales se produjo en el crédito al sector no bancario, que en el primer trimestre de 2017 acumulaba tres años consecutivos de crecimiento positivo. Los activos interbancarios, a su vez, se anotaron un crecimiento interanual positivo por primera vez desde el primer trimestre de 2015.

El volumen de títulos de deuda internacionales<sup>4</sup> también aumentó en el primer semestre de 2017 (Gráfico 1, panel inferior). Las cifras de emisión neta, 277 000 millones de dólares en el primer trimestre y 283 000 en el segundo, situaron el volumen de títulos en circulación en 22,7 billones de dólares al cierre de junio de 2017, un 4,1% más que en la misma fecha del año anterior. El volumen de títulos de deuda de bancos continuó expandiéndose (un 2,2% en términos interanuales en el segundo trimestre de 2017), alcanzando tasas de crecimiento que no se registraban desde comienzos de 2011. No obstante, los títulos de deuda internacionales vigentes del sector no bancario crecieron aún más rápido en los 12 meses hasta el final de junio de 2017 (4,9%).

Paralelamente al amplio incremento de los títulos de deuda y activos bancarios internacionales, el crédito en moneda extranjera a no residentes continuó creciendo en el cuarto trimestre de 2016 y el primero de 2017 (Gráfico 2). Los títulos de deuda denominados en dólares estadounidenses y los préstamos bancarios denominados en euros encabezaron ese ascenso.

El importe total de crédito pendiente denominado en dólares estadounidenses (préstamos bancarios más emisión de títulos de deuda) frente al sector no financiero fuera de Estados Unidos se incrementó desde 8 billones de dólares al final de septiembre de 2016 hasta 8,2 billones al cierre de marzo de 2017 (Gráfico 2, paneles superiores); si se incluyen los prestatarios financieros no bancarios, el volumen pasó de 10,5 a 10,7 billones de dólares. El volumen de títulos de deuda denominados en dólares estadounidenses emitidos por entidades no financieras fuera de Estados Unidos aumentó un 8,6% interanual hasta el final del primer trimestre de 2017 (panel superior derecho). El crecimiento de los préstamos bancarios repuntó ligeramente en términos interanuales, hasta el 2,9% al final del primer trimestre de 2017.

<sup>2</sup> Véase una descripción de la metodología utilizada para elaborar los indicadores GLI en: [http://www.bis.org/statistics/gli/gli\\_methodology.pdf](http://www.bis.org/statistics/gli/gli_methodology.pdf).

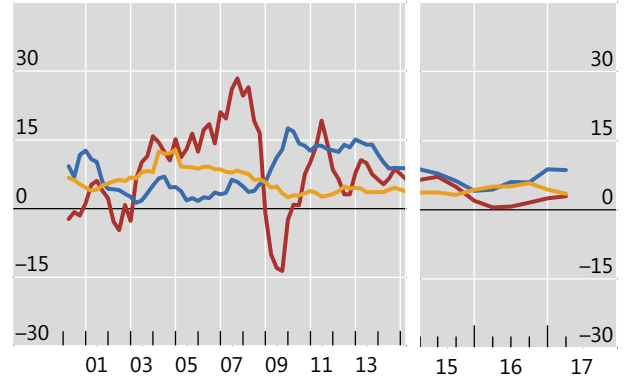
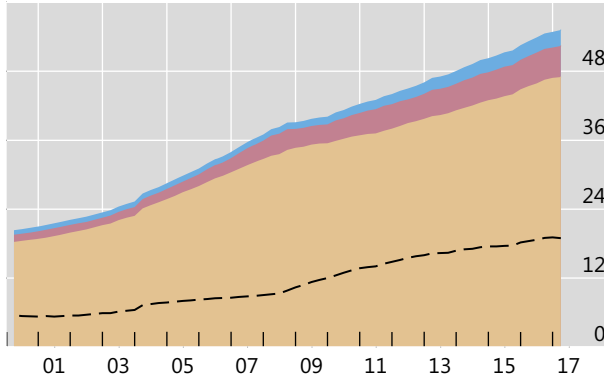
<sup>3</sup> El concepto de «crédito bancario internacional» utilizado en los GLI del BPI se ajusta a la definición empleada en las estadísticas bancarias territoriales del BPI. El crédito bancario internacional comprende activos transfronterizos en todas las monedas y activos locales en moneda extranjera de entidades bancarias, consistiendo estos activos locales en el crédito concedido por filiales de bancos situadas en el mismo país que el prestatario. Las variaciones se corrigen para tener en cuenta el efecto de las fluctuaciones del tipo de cambio, así como las rupturas en las series de datos.

<sup>4</sup> 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.

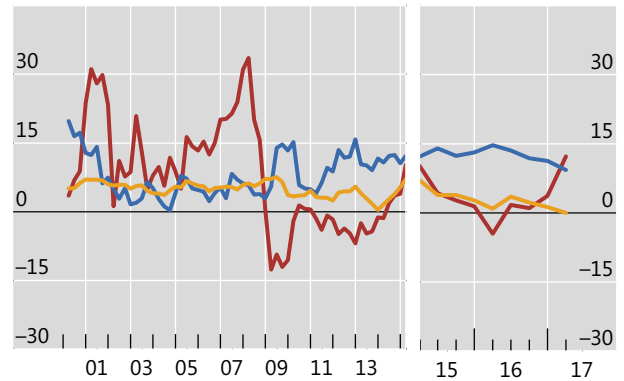
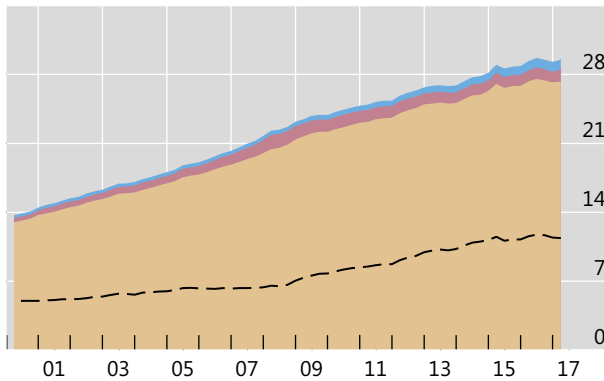
Importes pendientes, billones de unidades de moneda<sup>1</sup>

Variación anual<sup>2</sup> (%)

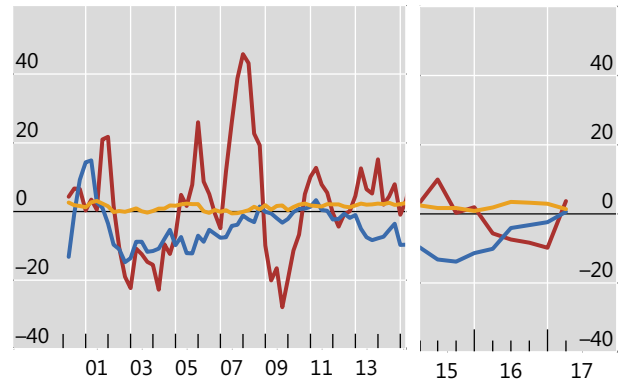
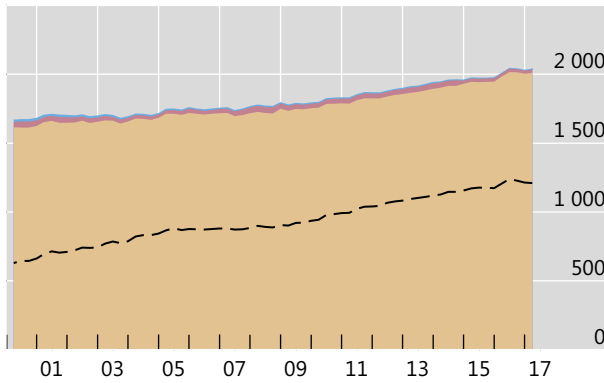
Crédito denominado en dólares estadounidenses (USD)



Crédito denominado en euros (EUR)



Crédito denominado en yenes japoneses (JPY)



Crédito a residentes<sup>3</sup>
 Crédito a no residentes:
   
 Títulos de deuda<sup>4</sup>
 Préstamos<sup>5</sup>
  
 Crédito al Gobierno

Puede consultar más información sobre los indicadores de liquidez mundial del BPI en [www.bis.org/statistics/gli.htm](http://www.bis.org/statistics/gli.htm).

<sup>1</sup> Importes vigentes al cierre del trimestre. <sup>2</sup> Basada en las variaciones trimestrales ajustadas por tipos de cambio y rupturas de las series. <sup>3</sup> 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. <sup>4</sup> Excluye los títulos de deuda emitidos por sociedades 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. <sup>5</sup> Préstamos de los bancos que participan en las LBS a prestatarios no bancarios, incluidas entidades financieras no bancarias; engloba préstamos transfronterizos y préstamos locales.

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

Al final de marzo de 2017, el crédito vigente denominado en euros a prestatarios fuera de la zona del euro alcanzó los 2,3 billones de euros (2,4 billones de dólares) si se tienen en cuenta solo los prestatarios no financieros (Gráfico 2, paneles centrales) y los 2,8 billones de euros (3,0 billones de dólares) si se incluyen los prestatarios financieros no bancarios. El ritmo de expansión de la emisión neta de títulos de deuda denominados en euros por emisores no financieros fuera de la zona del euro continuó siendo elevado, pero se redujo ligeramente a principios de 2017. El crecimiento interanual de los títulos de deuda pendientes disminuyó algo hasta el 9,3% en el primer trimestre de 2017. En cambio, el crecimiento de los activos bancarios denominados en euros se aceleró considerablemente en el primer trimestre de 2017, hasta situarse en el 12,3%, la tasa de crecimiento interanual más elevada desde el tercer trimestre de 2008.

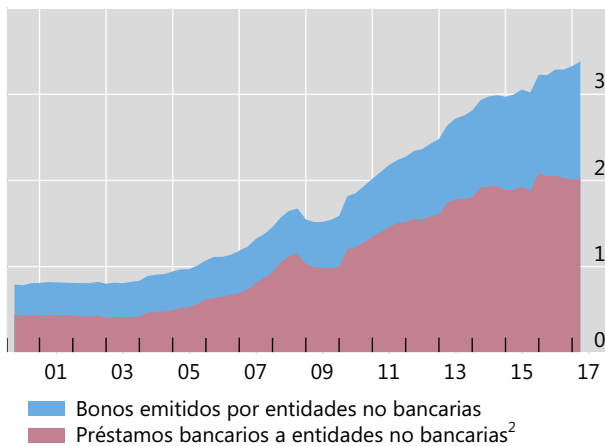
El crédito denominado en yenes al sector no financiero fuera de Japón, cuyo volumen total es notablemente inferior (30,4 billones de yenes, o 271 000 millones de dólares, al final de marzo de 2017), detuvo su caída interanual en el primer trimestre (Gráfico 2, paneles inferiores). Los activos bancarios se recuperaron de forma evidente, con un crecimiento del 3,7% interanual en el primer trimestre de 2017. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de la emisión neta de títulos de deuda internacionales en yenes por emisores situados fuera de Japón entró en territorio positivo por primera vez desde el tercer trimestre de 2011, al aumentar el volumen en circulación un 0,6% en el primer trimestre de 2017 en comparación con el mismo periodo del año anterior.

## Crédito denominado en USD a entidades no bancarias en EME<sup>1</sup>

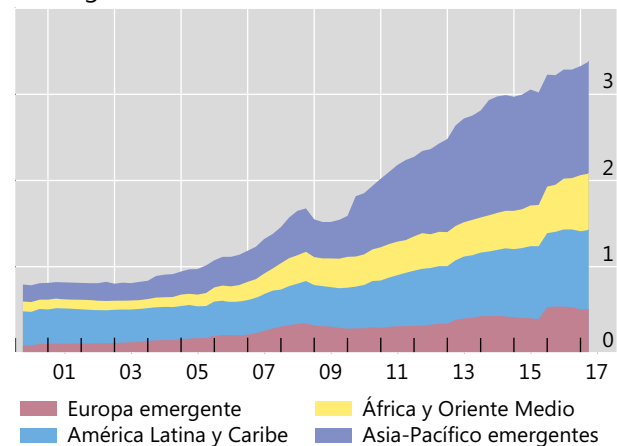
Importes vigentes, en billones de USD

Gráfico 3

Por instrumento



Por región



Puede consultar más información sobre los indicadores de liquidez mundial del BPI en [www.bis.org/statistics/gli.htm](http://www.bis.org/statistics/gli.htm).

<sup>1</sup> Las entidades no bancarias engloban sociedades financieras no bancarias, sociedades no financieras, gobiernos, hogares y organismos internacionales. <sup>2</sup> Préstamos de los bancos que participan en las LBS a prestatarios no bancarios, incluidas entidades financieras no bancarias; engloba préstamos transfronterizos y préstamos locales.

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

El crédito en dólares estadounidenses a prestatarios de EME continuó creciendo, hasta alcanzar los 3,4 billones de dólares al final de marzo de 2017<sup>5</sup>. La expansión se debió íntegramente a la mayor emisión de títulos de deuda, ya que los activos bancarios pendientes disminuyeron durante el mismo periodo (Gráfico 3, panel izquierdo). El grueso de la subida correspondió al endeudamiento en dólares estadounidenses de residentes en África y Oriente Medio (59 000 millones de dólares), especialmente a través de la emisión neta de bonos por gobiernos de países exportadores de petróleo. A continuación se situaron los países asiáticos emergentes (39 000 millones de dólares) y América Latina (19 000 millones). En cambio, el crédito en dólares estadounidenses a prestatarios de países europeos emergentes se redujo en 25 000 millones de dólares entre el final de septiembre de 2016 y el final de marzo de 2017.

Los indicadores de alerta temprana de tensiones en los sistemas bancarios nacionales —que, por su propia naturaleza, cambian poco de un trimestre a otro— continúan indicando vulnerabilidades en algunas jurisdicciones (Cuadro 1, con datos hasta el final del primer trimestre de 2017). De acuerdo con los indicadores de alerta temprana del BPI<sup>6</sup>, las brechas crédito/PIB (la diferencia entre el cociente del crédito sobre el PIB y sus niveles de tendencia recientes) se hallan por encima de los umbrales críticos en Canadá, China y Hong Kong RAE (primera columna). En comparación con las cotas alcanzadas anteriormente, las brechas crédito/PIB se han reducido algo<sup>7</sup>. En la mayoría de los casos, la señal de alerta que activan las brechas crédito/PIB coincidió en el tiempo con brechas de precios inmobiliarios también por encima de los umbrales críticos (contemporáneas o recientes, marcadas con asteriscos; véase la nota al pie 1 del Cuadro 1).

Los coeficientes de servicio de la deuda, cuyo objetivo es plasmar los pagos del principal e intereses en proporción a los ingresos para el sector privado no financiero en su conjunto, permanecen por debajo de los umbrales críticos, con la excepción del coeficiente de Hong Kong RAE (segunda columna). Asumiendo una subida de 250 puntos básicos de las tasas de interés (con una transmisión del 100%), el indicador del coeficiente de servicio de la deuda señala riesgos potenciales en Canadá, China y Hong Kong RAE (tercera columna). Sin embargo, estas cifras pretenden ser un mero indicador general de la exposición del servicio de la deuda a rendimientos más elevados en escenarios de tensión, y no deben considerarse una prueba de tensión formal. Además, al contrario de lo que se asume, por razones de sencillez y comparabilidad, para el cálculo del indicador, las subidas de las tasas de interés suelen tardar en traducirse en ascensos de los coeficientes de servicio de la deuda. La velocidad y el grado de transmisión dependen de diversos factores, como por ejemplo el porcentaje de deuda a interés variable, el perfil de vencimientos y los cambios de comportamiento de los prestamistas.

<sup>5</sup> Como consecuencia de cambios en la metodología, se revisó a baja la cifra del crédito vigente total en dólares estadounidenses frente a EME correspondiente al final de septiembre de 2016. Véanse los detalles en [www.bis.org/statistics/gli/gli\\_methodology.pdf](http://www.bis.org/statistics/gli/gli_methodology.pdf).

<sup>6</sup> En el pasado, estos indicadores con frecuencia han logrado captar un sobrecalentamiento financiero y señalar tensiones bancarias en horizontes de medio plazo. En las notas del Cuadro 1 puede consultarse información adicional sobre la forma en que se determinan los umbrales. Véase un análisis de los indicadores y de su interpretación en «Aspectos más destacados de los flujos de financiación mundial», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2016.

<sup>7</sup> Véase «Aspectos más destacados de los flujos de financiación mundial», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2017.

## Indicadores de alerta temprana de tensiones en los sistemas bancarios nacionales

Cuadro 1

	Brecha crédito/PIB <sup>1</sup>	Coefficiente de servicio de la deuda (DSR) <sup>2</sup>	DSR si las tasas de interés suben 250 p.b. <sup>3</sup>
Alemania	-3,4	-1,9	-0,1
Australia	-4,6	1,2	5,1
Brasil	-4,9	2,0	3,5
Canadá	11,3*	3,1	7,3
China	22,1	5,4	8,7
Corea	-1,1	0,0	3,7
España	-48,9	-3,3	-0,5
Estados Unidos	-7,6	-1,3	1,3
Europa central y oriental <sup>4</sup>	-11,2	-1,7	-0,4
Francia	2,8	1,4	4,6
Hong Kong RAE	35,0*	7,4	12,1
India	-5,8	1,0	2,1
Indonesia	7,7*	0,6	1,3
Italia	-14,5	-0,7	1,3
Japón	7,0*	-1,8	0,9
Malasia	7,4*	0,7	3,1
México	7,4	0,9	1,7
Países nórdicos <sup>5</sup>	-7,1	-0,3	3,5
Reino Unido	-19,0	-1,4	1,5
Rusia	-3,3	2,1	3,4
Sudáfrica	-1,8	-0,1	1,3
Suiza	7,0*	0,0	3,1
Tailandia	9,0*	-0,5	1,4
Turquía	9,7	5,4	7,2
<i>Leyenda</i>	<i>Brecha crédito/PIB &gt; 10</i>	<i>DSR &gt; 6</i>	<i>DSR &gt; 6</i>
	<i>2 ≤ brecha crédito/PIB ≤ 10</i>	<i>4 ≤ DSR ≤ 6</i>	<i>4 ≤ DSR ≤ 6</i>

Datos hasta el final del T1 2017. Los umbrales de las celdas rojas se seleccionan reduciendo al mínimo las falsas alarmas, con la condición de que capten al menos dos tercios de las crisis durante un horizonte acumulado de tres años. Los umbrales de las celdas *beige* para la brecha crédito/PIB se basan en las orientaciones para los colchones de capital anticíclico de Basilea III; los correspondientes al DSR se eligen minimizando las falsas alarmas con la condición de que se capten al menos dos tercios de las crisis en un horizonte de dos años.

<sup>1</sup> En aquellas economías en las que la brecha crédito/PIB se encuentra por encima de un umbral crítico, los asteriscos señalan una brecha de precios inmobiliarios también por encima de un umbral crítico en al menos uno de los cinco últimos años. Para saber cómo se obtienen los umbrales críticos para la brecha crédito/PIB y la brecha de precios inmobiliarios y consultar sus valores, véase M. Drehmann, C. Borio y K. Tsatsaronis, «Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates», *International Journal of Central Banking*, vol. 7, nº 4, 2011, pp. 189-240. <sup>2</sup> Diferencia entre el DSR para el sector privado no financiero y promedios de largo plazo del país. Para saber cómo se calculan los DSR, véase <http://www.bis.org/statistics/dsr.htm>; para saber cómo se obtienen los umbrales críticos, véase M. Drehmann y M. Juselius, «¿Afectan los costes del servicio de la deuda a la estabilidad macroeconómica y financiera?», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2012. <sup>3</sup> Suponiendo que las tasas de interés suben 250 puntos básicos y que el resto de componentes del DSR permanecen fijos. <sup>4</sup> Media simple de CZ, HU y PL. <sup>5</sup> Media simple de FI, NO y SE.

Fuentes: datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.

## Últimas tendencias del volumen y la composición de la deuda pública de EME

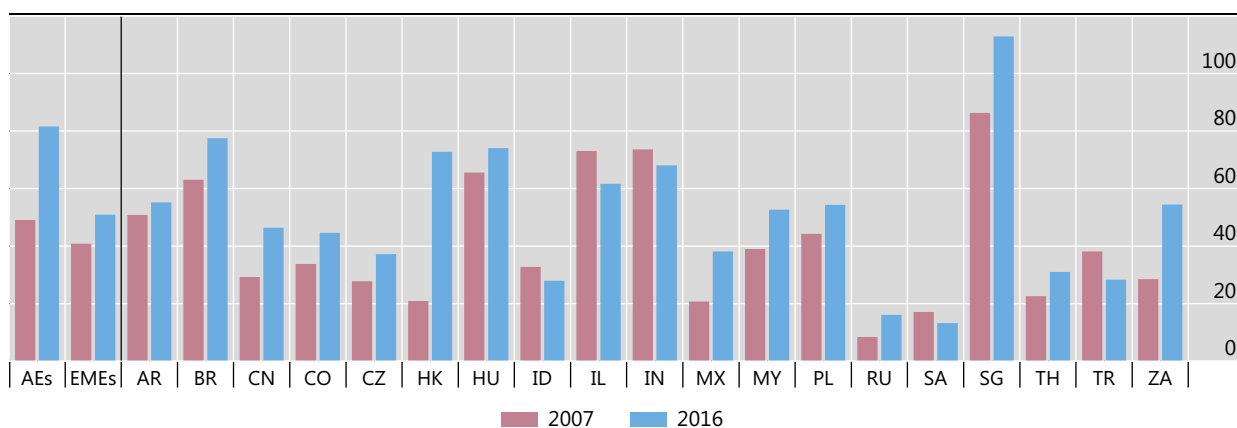
Kristina Bektyakova

Al cierre de 2016, la deuda pública de EME ascendía a 11,7 billones de dólares, más del doble que a finales de 2007. De esa cifra, aproximadamente 8 billones correspondían a Brasil, China y la India. Durante el mismo periodo, la deuda pública como porcentaje del PIB se incrementó del 41% al 51% (Gráfico A1).

### Deuda del gobierno general en porcentaje del PIB<sup>1</sup>

Al final del año, en porcentaje

Gráfico A1



AEs (economías avanzadas) = AU, BE, CA, DE, ES, GB y US. EMEs (economías de mercado emergentes) = AR, BR, CN, CO, CZ, HK, HU, ID, IL, IN, MX, MY, PL, RU, SA, SG, TH, TR y ZA.

<sup>1</sup> Valores nominales.

Fuente: estadísticas del BPI sobre crédito total.

La composición de la deuda pública también ha cambiado significativamente con el transcurso del tiempo. A medida que los niveles de deuda aumentaban, los gobiernos de las EME han recurrido más a los mercados de bonos nacionales e internacionales: los títulos de deuda pasaron de representar el 62% de la deuda total en 2002 a acaparar el 80% del total en 2016. El endeudamiento se contrae fundamentalmente en monedas locales, a vencimientos más largos y a interés fijo. La emisión nacional supera claramente a la internacional, aunque esta última está aumentando<sup>Ⓞ</sup>.

Para las 23 jurisdicciones de la muestra que recoge el Gráfico A2, el endeudamiento total de los gobiernos centrales<sup>Ⓞ</sup> ascendía a aproximadamente 4,4 billones de dólares, un 14% denominado en monedas extranjeras o vinculado a ellas al final de 2016. El porcentaje de deuda en moneda extranjera se ha reducido considerablemente durante los últimos 15 años: a finales de 2001 representaba el 32%.

La mayoría de los títulos de deuda denominados en monedas extranjeras o vinculados a una moneda extranjera se emitieron en el ámbito internacional. Más del 90% de la deuda internacional emitida por los países de la muestra estaba denominada en dólares estadounidenses o en euros, y el porcentaje correspondiente al dólar se incrementó desde el 65% al final de 2007 hasta el 75% al cierre de 2016. Las emisiones internacionales representaban el 35% del total de títulos de deuda pública pendientes para Arabia Saudita, el 32% para Turquía y el 30% en los casos de Indonesia y Polonia. En términos nominales, el mayor emisor en los mercados internacionales es el Gobierno central de México, con 67 000 millones de dólares en títulos de deuda pendientes, 47 000 millones de los cuales están denominados en dólares estadounidenses, seguido por Turquía, que tiene títulos pendientes por valor de 64 000 millones de dólares, de los que 53 000 millones están denominados en dólares (Gráfico A3, paneles central y derecho).

El porcentaje de bonos de deuda pública nacional pendientes denominados en una moneda extranjera o vinculados a ella es mínimo en muchas jurisdicciones (Gráfico A2). Numerosos países han reducido este tipo de deuda en los últimos años. Turquía, por ejemplo, solía emitir localmente importes considerables de deuda pública

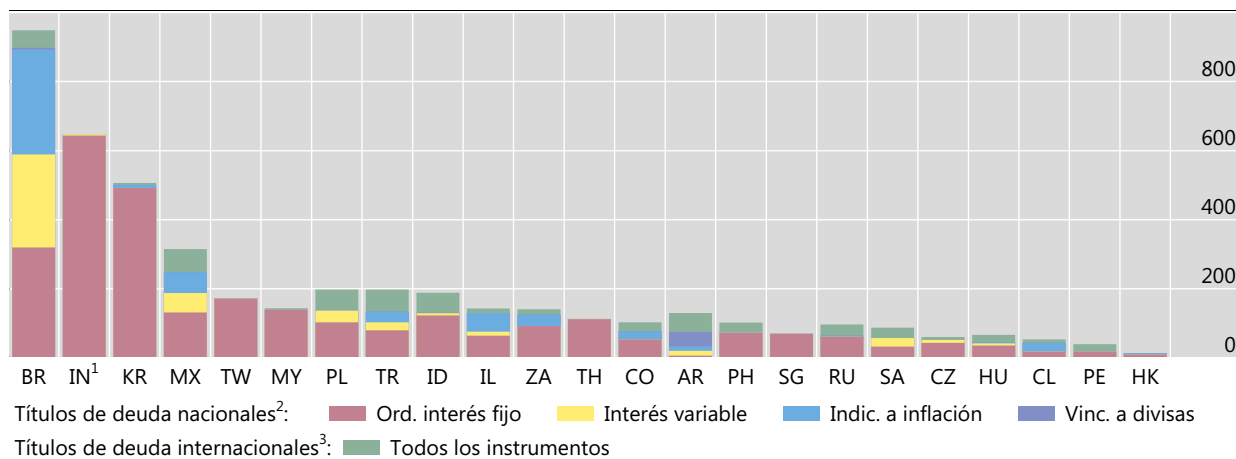


denominada en moneda extranjera, pero para finales de 2011 había amortizado la totalidad de estos instrumentos (Gráfico A3, panel derecho).

## Títulos de deuda del gobierno central de EME

Importes vigentes por tipo de instrumento y residencia al final de 2016, en miles de millones de dólares estadounidenses.

Gráfico A2



<sup>1</sup> Al final de 2015. <sup>2</sup> Bonos y pagarés emitidos en el mercado nacional con un vencimiento inicial superior a un año. <sup>3</sup> Títulos de deuda cuyos datos de nacionalidad en virtud del dominio de registro (ISIN), la plaza de cotización o el derecho aplicable no se corresponden con el país de residencia del emisor. Todos los instrumentos y vencimientos.

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

Argentina constituye una excepción a esta tendencia. Ha incrementado la emisión de deuda tanto nacional como internacional denominada en monedas extranjeras o vinculada a ellas. El gobierno central argentino tiene títulos de deuda internacionales pendientes por valor de 56 000 millones de dólares, 37 000 millones de los cuales están denominados en dólares estadounidenses. Cerca del 56% de los bonos emitidos localmente por el gobierno central argentino que siguen vigentes están denominados en moneda extranjera (41 000 millones de dólares al cierre de 2016). Este porcentaje no ha cesado de crecer desde 2007, cuando se situaba en el 28%.

Otro fenómeno destacable en el ámbito de la deuda pública de EME es el acusado incremento de su vencimiento medio, que en muchas EME es ya comparable con el de las economías avanzadas. El vencimiento residual medio de los títulos de deuda del gobierno central de las EME de la muestra, 7,7 años, se encuentra ya muy próximo al de las economías avanzadas, ocho años. A lo largo del último decenio, el Gobierno mexicano ha duplicado con creces el vencimiento residual de su deuda nacional, que ha pasado de unos cuatro años a ocho. En Filipinas y Corea se han producido incrementos parecidos. De entre las 23 EME incluidas en la muestra del BPI, Sudáfrica es el país cuya deuda pública nacional tenía el vencimiento residual más largo al cierre de 2016: 16 años. Esta cifra supera considerablemente las de varias economías avanzadas —vencimientos residuales medios de 5,7 años en Australia, en torno a 6,5 años en Alemania, Canadá y España y 5,6 años en Estados Unidos— y es comparable con la del Reino Unido (17,5 años).

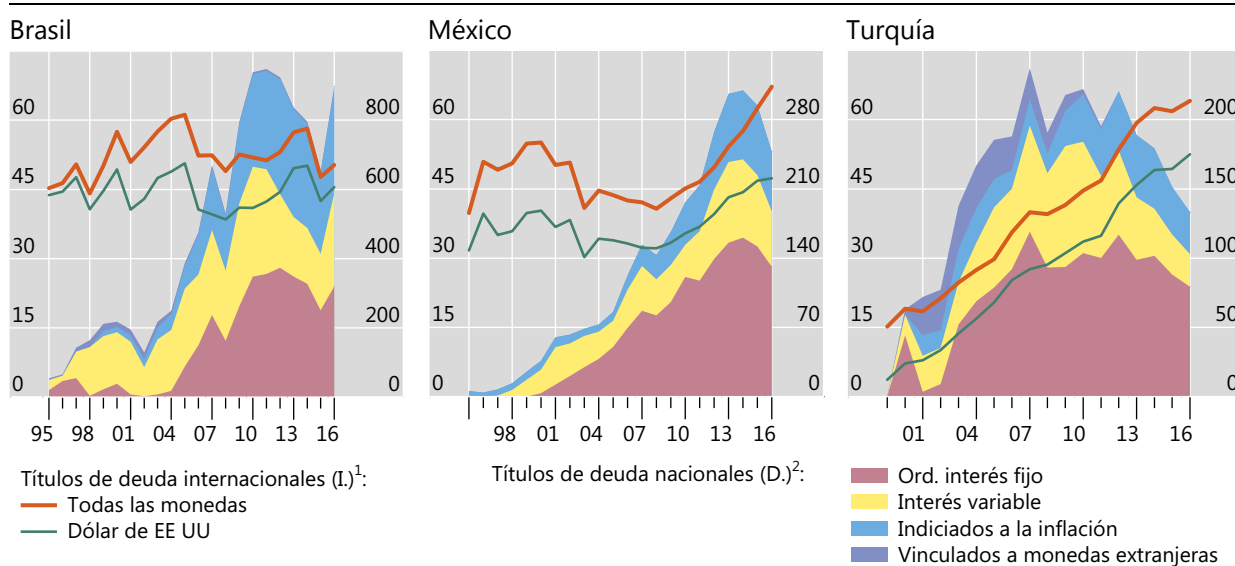
La ampliación de los vencimientos ha coincidido con un mayor uso de instrumentos a interés fijo (Gráfico A2). El porcentaje medio de instrumentos nacionales a interés fijo en las EME de la muestra se situaba en el 75% al final de 2016, frente al 60% del final de 1999. Los porcentajes respectivos correspondientes a las economías avanzadas eran el 90% y el 94%. Malasia, Singapur, Tailandia y Taipéi chino emiten exclusivamente bonos ordinarios a interés fijo. Chile incrementó su porcentaje de bonos de deuda pública a interés fijo desde cero al cierre de 2005 hasta el 11% en 2007, y luego hasta el 40% al final de 2016. En el caso de Indonesia, el porcentaje de sus bonos vigentes con tasas de interés fijas pasó del 20% al final de 1999 al 65% en 2007, para alcanzar el 94% al cierre de 2016. La práctica totalidad de las emisiones internacionales de los países de la muestra tenían un interés fijo, con un vencimiento residual medio de nueve años.

También se han producido cambios notables en el uso de títulos de deuda indicados a la inflación. Algunos países han recurrido más ampliamente a este tipo de indexación, aprovechando las condiciones generalmente propicias de la inflación. Los Gobiernos de Brasil y México han sustituido instrumentos nacionales a interés variable e indicados al tipo de cambio con bonos a interés fijo e indicados a la inflación. Al final de 2016, los bonos indicados a la inflación representaban aproximadamente el 34% de los bonos de deuda pública nacional brasileña, frente a cantidades insignificantes 20 años antes (Gráfico A3, panel izquierdo). En las economías avanzadas se ha observado una reorientación similar hacia los bonos indicados a la inflación. En Alemania, Australia, Canadá, Estados Unidos y el Reino Unido, la proporción de bonos indicados a la inflación sobre el total de bonos de deuda pública en circulación se ha incrementado hasta representar un promedio de aproximadamente el 9% del volumen de deuda vigente.

## Títulos de deuda del gobierno central de EME a lo largo del tiempo

Importes vigentes por tipo de instrumento, en miles de millones de dólares estadounidenses

Gráfico A3



<sup>1</sup> Títulos de deuda cuyos datos de nacionalidad en virtud del dominio de registro (ISIN), la plaza de cotización o el derecho aplicable no se corresponden con el país de residencia del emisor. Todos los instrumentos y vencimientos. <sup>2</sup> Bonos y pagarés emitidos en el mercado nacional con un vencimiento inicial superior a un año.

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

La acción conjunta de estas tendencias debería contribuir a reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas, al reducir los descalces de monedas y los riesgos de refinanciación. Es posible que la caída del porcentaje de deuda vinculada a una moneda extranjera de principios de la década de 2000 haya ayudado a proteger a las economías emergentes de las turbulencias en el mercado mundial que se produjeron durante la crisis de 2007–2009 y en los años posteriores. Los vencimientos más largos y la deuda a interés fijo también han favorecido la expansión y el desarrollo de mercados de capital en las EME: al prolongarse los vencimientos en las curvas de rendimientos de la deuda pública, otros emisores nacionales tienen una referencia útil para su propia deuda. Al mismo tiempo, la mayor duración supone que una subida de los rendimientos de los bonos a escala mundial podría tener mayor incidencia que antes en el valor de mercado de la deuda, posiblemente incrementando los riesgos de refinanciación y otros mecanismos de retroalimentación adversos<sup>3</sup>.

① Para más información, véase Comité sobre el Sistema Financiero Global, *Estabilidad financiera y mercados de bonos en moneda local*, CGFS Papers, nº 28, junio de 2007. El Cuadro C2 del *Statistical Bulletin* del BPI, que el BPI actualiza anualmente a partir de datos nacionales, proporciona una imagen panorámica de la estructura por instrumentos y vencimientos de los mercados de deuda del gobierno central para una muestra de 30 países, 23 de los cuales son EME. Véase [www.bis.org/statistics/c2.pdf](http://www.bis.org/statistics/c2.pdf). ② El gobierno central continúa siendo el principal deudor en muchos países, y al final de 2016 acumulaba de media el 75% de la deuda total del gobierno general. Sin embargo, el endeudamiento de otros niveles de la administración es elevado en China y la India, países en los que representaba aproximadamente el 65% del total al cierre de 2015. ③ Véase B. Gruić, M. Hattori y H. S. Shin: «Cambios recientes de la intermediación crediticia a nivel mundial y riesgos potenciales», recuadro de la sección «Aspectos más destacados de las estadísticas internacionales del BPI» del *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2014.