

Aspectos más destacados de las estadísticas internacionales del BPI¹

Los bancos declarantes al BPI redujeron sus activos transfronterizos en el tercer trimestre de 2013, sobre todo las posiciones frente a bancos, que fueron las que más se contrajeron desde el segundo trimestre de 2012. Los ajustes de las posiciones intragrupo fueron los responsables de gran parte de esta disminución en el crédito interbancario. El crédito transfronterizo a entidades no bancarias también disminuyó, sobre todo el concedido a prestatarios de Estados Unidos y la zona del euro. Entre las regiones declarantes, solo en las economías de mercado emergentes y Japón se produjo un incremento del crédito transfronterizo a sus residentes. Los activos frente a centros extraterritoriales permanecieron prácticamente iguales. Este artículo contiene dos recuadros. El primero analiza los recientes cambios en la actividad interbancaria internacional. El segundo trata sobre el papel de la inversión transfronteriza en el mercado mundial de valores.

El mercado bancario internacional en el tercer trimestre de 2013

Los activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI disminuyeron en 500 000 millones de dólares (1,8%) entre finales de junio y finales de septiembre de 2013 (Gráfico 1, panel superior izquierdo)². En consecuencia, el total del crédito transfronterizo en circulación se situó en 28,5 billones de dólares a finales de septiembre de 2013, frente a los 29,5 billones de dólares registrados un año antes. Los activos transfronterizos denominados en euros se redujeron en 308 000 millones de dólares o 3,2% y los denominados en dólares estadounidenses lo hicieron en 295 000 millones de dólares o 2,5%; en cambio, los activos denominados en yenes y francos suizos aumentaron en 43 000 millones (3,3%) y 18 000 millones (4,5%) de dólares respectivamente (Gráfico 1, panel superior derecho).

¹ El autor de este artículo es Adrian van Rixtel (adrian.vanrixtel@bis.org). Jeff Slee ha proporcionado el apoyo estadístico necesario para la confección del mismo.

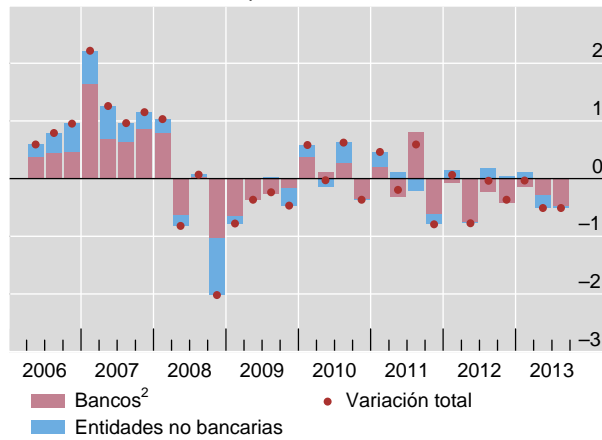
² El análisis realizado en esta sección se basa en las estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia salvo que se indique que no es el caso. En estas estadísticas, acreedores y deudores se clasifican en función de su lugar de residencia (al igual que en las estadísticas de la balanza de pagos), y no por nacionalidad. Todos los flujos de activos transfronterizos declarados se han ajustado para corregir variaciones del tipo de cambio y rupturas en las series.

Evolución de los activos transfronterizos¹

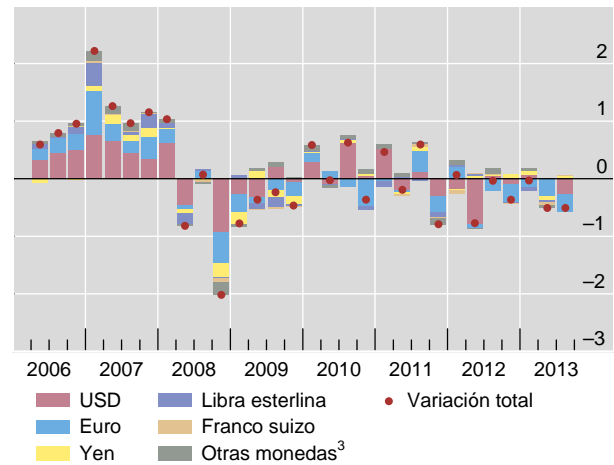
Variación ajustada por el tipo de cambio y rupturas en las series, en billones de dólares de EEUU

Gráfico 1

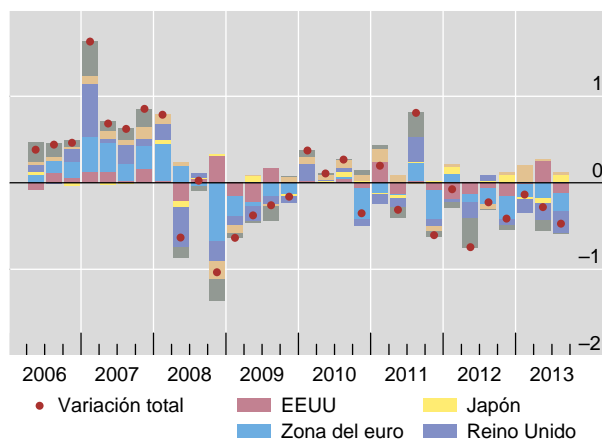
Por sector de la contraparte



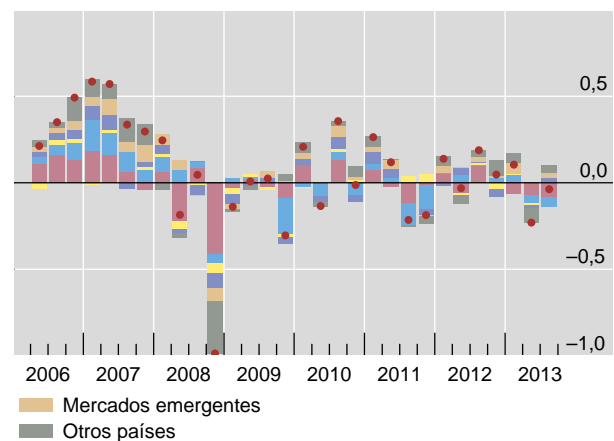
Por moneda



Por país de residencia de la contraparte, bancos²



Por país de residencia de la contraparte, entidades no bancarias



¹ Los activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI incluyen las posiciones intragrupo. ² Incluye activos no asignados por sector de la contraparte. ³ Incluye monedas no asignadas.

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

La evolución del crédito transfronterizo fue diferente en unas regiones respecto de otras. Los activos frente a las economías avanzadas se redujeron en 554 000 millones de dólares (2,6%), el mayor retroceso en casi dos años. La principal excepción fueron los activos frente a Japón, que aumentaron en 90 000 millones de dólares (10%). Los activos frente a centros extraterritoriales apenas experimentaron variaciones, si acaso una disminución por valor de tan solo 4 400 millones de dólares (0,1%). En cambio, los activos transfronterizos frente a economías de mercado emergentes aumentaron en 60 000 millones de dólares (1,7%). No obstante, si se excluye China, el hecho es que en realidad estos activos disminuyeron.

La actividad bancaria internacional se caracterizó por un menor crédito a tanto bancos como entidades no bancarias durante el tercer trimestre de 2013, reflejando la evolución del trimestre anterior. Los activos transfronterizos frente a bancos disminuyeron en 466 000 millones de dólares (2,7%) (Gráfico 1, panel inferior

izquierdo). La caída en las posiciones intragrupo fue la responsable de la mayor parte de la contracción, siguiendo estas con e inexorable declive iniciado a finales de 2011. La disminución de la actividad transfronteriza interbancaria fue más pronunciada para los activos frente a bancos de la zona del euro (205 000 millones de dólares o 4,2%), el Reino Unido (250 000 millones de dólares o 7,8%) y centros extraterritoriales (35 000 millones de dólares o 1,7%).

Los activos transfronterizos frente a entidades prestatarias no bancarias (principalmente instituciones financieras no bancarias, gobiernos y empresas) se redujeron en 34 000 millones de dólares (0,3%) (Gráfico 1, panel inferior derecho). Este retroceso fue pequeño, pero supuso el segundo trimestre consecutivo de contracción y anuló en parte el modesto incremento registrado en 2012.

Crédito a entidades no bancarias

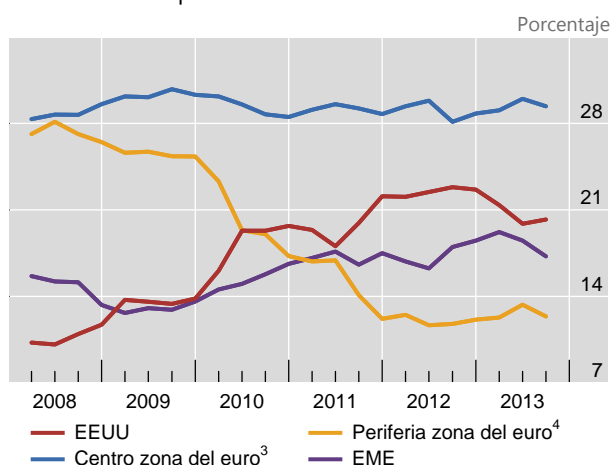
La reducción en los activos transfronterizos frente a prestatarios no bancarios en el tercer trimestre de 2013 se concentró en Estados Unidos (80 000 millones de dólares o 3,2%) y la zona del euro (58 000 millones de dólares o 1,6%). Pese a esta evolución de signo negativo, las estadísticas bancarias consolidadas, que proporcionan un desglose más detallado que las estadísticas bancarias territoriales, indican que el acusado retroceso de los activos frente al sector público estadounidense en la primera mitad de 2013 se vio parcialmente compensado en el tercer trimestre. Los activos internacionales consolidados³ frente al sector público estadounidense se incrementaron pasando de 534 000 millones de dólares a finales

Proporción de activos internacionales de bancos declarantes al BPI^{1, 2}

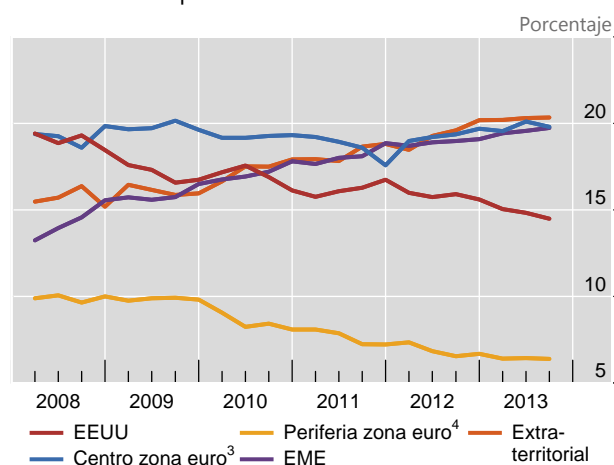
Por país de residencia y sector del prestatario inmediato

Gráfico 2

Frente al sector público



Frente al sector privado no bancario



¹ En porcentaje de los activos internacionales totales de los bancos declarantes frente a los respectivos sectores. ² Activos transfronterizos en todas las monedas más activos locales en moneda extranjera, excluidas posiciones intragrupo. ³ Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Luxemburgo y Países Bajos. ⁴ España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

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

³ Los activos internacionales incluyen activos transfronterizos en todas las monedas y activos locales en moneda extranjera, mientras que los activos locales consisten en el crédito concedido por filiales de bancos situadas en el mismo país que el prestatario.

de junio de 2013 a 580 000 millones a finales de septiembre del mismo año. Al mismo tiempo, la reducción en los activos internacionales frente al sector privado no bancario estadounidense, sobre todo frente a instituciones financieras no bancarias y empresas no financieras, continuó durante el tercer trimestre de 2013, disminuyendo dichos activos hasta situarse en 1,3 billones de dólares.

En la zona del euro, Francia (-24 000 millones de dólares o -4.5%) y Alemania (-22 000 millones o -3.7%) fueron los principales responsables de la caída del crédito a prestatarios no bancarios en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, ciertas economías de la zona del euro que habían sufrido significativas reducciones en el crédito transfronterizo en los últimos años vieron como este se estabilizaba en 2013. Los activos consolidados frente a los sectores no bancarios de los países del sur de Europa e Irlanda, tanto para el sector público como el sector privado no bancario, apenas experimentaron cambios entre finales de junio y finales de septiembre de 2013, si bien se situaron a un nivel muy inferior a las cantidades en circulación en 2009.

La exposición consolidada a nivel sectorial de los bancos declarantes al BPI frente a países concretos ha cambiado sustancialmente en los últimos años, tanto en el caso de posiciones frente al sector público como frente al privado no bancario. Entre el primer trimestre de 2008 y el tercero de 2013, la proporción que representan los activos internacionales frente al sector público contabilizados por entidades de la periferia de la zona del euro se redujo en más del 50%, pasando de 27% a 12% (Gráfico 2, panel izquierdo). En cambio, ganaron terreno las exposiciones frente al sector público de Estados Unidos⁴ y las de las economías de mercado emergentes, que se situaron en 20% y 17% respectivamente. Las exposiciones relativas frente al sector privado no bancario se desplazaron de Estados Unidos y la periferia de la zona del euro hacia centros extraterritoriales y economías de mercado emergentes (Gráfico 2, panel derecho). En términos consolidados, en el tercer trimestre de 2013, la cantidad de financiación internacional concedida a prestatarios no bancarios privados de estas dos últimas regiones fue aproximadamente equivalente al total combinado de la financiación concedida a la zona del euro y Estados Unidos juntos.

Crédito a economías de mercado emergentes

Las estadísticas territoriales del BPI muestran que los activos transfronterizos de los bancos declarantes frente a prestatarios de las economías de mercado emergentes se incrementaron en 60 000 millones de dólares (1,7%) en el tercer trimestre de 2013. El crédito transfronterizo dirigido a los bancos aumentó en 33 000 millones de dólares (1,8%), mientras que los activos frente al sector no bancario se incrementaron en 27 000 millones (1,7%). Los crecimientos se concentraron en unos pocos países preponderantes de Asia y en cambio las disminuciones fueron generalizadas (Gráfico 3). Estas evoluciones coincidieron con una volatilidad ampliamente extendida por los mercados financieros internacionales, tras producirse una salida de capitales en varias economías emergentes de mercado como consecuencia del anuncio en mayo de que la Reserva Federal anticipaba aminorar la compra de activos a gran escala.

De entre los países en que los activos transfronterizos aumentaron en el tercer trimestre de 2013, los mayores incrementos absolutos correspondieron a China

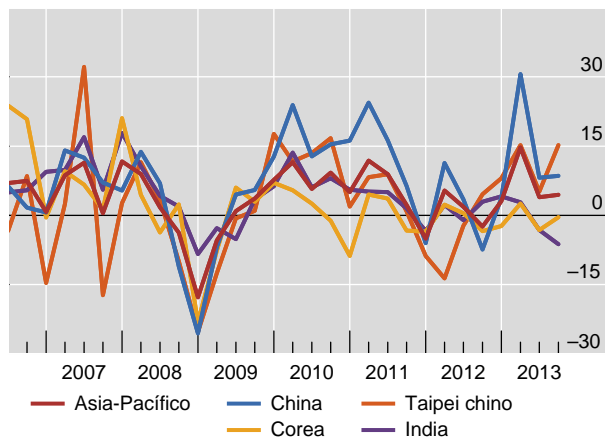
⁴ Véase R. McCauley y P. McGuire, «Non-US banks' claims on the Federal Reserve», en este número.

Tasas de crecimiento de los activos transfronterizos frente a residentes en economías emergentes, por región¹

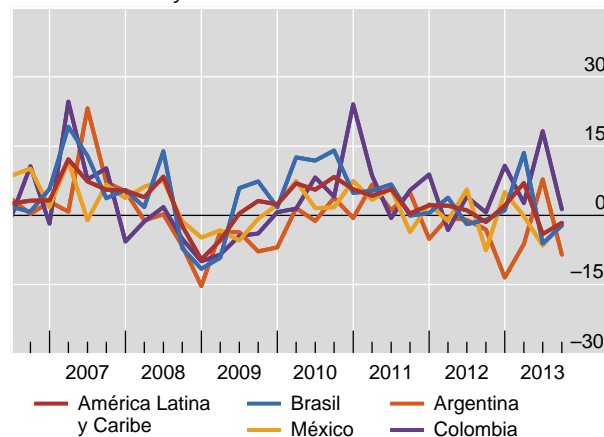
En porcentaje

Gráfico 3

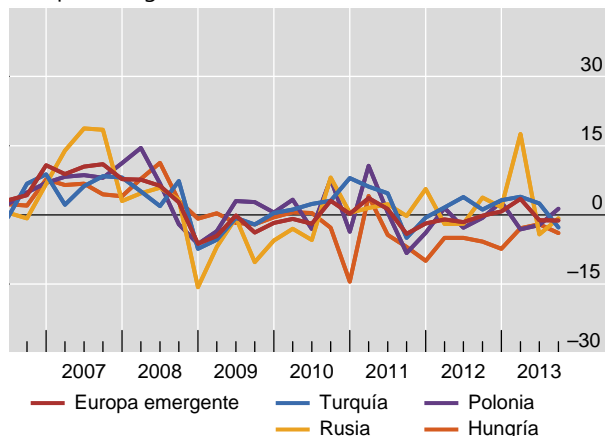
Asia-Pacífico



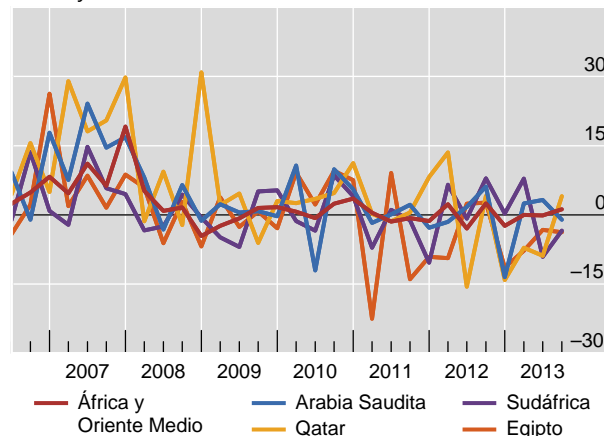
América Latina y Caribe



Europa emergente



África y Oriente Medio



¹ Variación intertrimestral de los activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI (incluidas posiciones intragrupo) en todas las monedas.

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

(62 000 millones de dólares o 8,5%), Taipéi chino (15 000 millones de dólares o 15%), Malasia (6 000 millones de dólares o 9,3%) y Emiratos Árabes Unidos (6 000 millones de dólares o 6,3%). El aumento frente a Malasia fue el mayor de los últimos dos años y medio y estuvo impulsado por el crédito a los bancos (5 000 millones de dólares o 11%).

Las caídas más acusadas en términos absolutos durante el tercer trimestre fueron las registradas en la India (13 000 millones de dólares o 6,3%), Turquía (5 000 millones de dólares o 2,8%) y Brasil (3 400 millones de dólares o 1,1%). En el caso de Turquía, fue el primer retroceso sustancial en los activos transfronterizos desde hacía unos dos años. Los activos frente a Tailandia se contrajeron en 2 000 millones de dólares (2,8%), lo cual marcó un cambio en la anterior tendencia ascendente. En cualquier caso, la disminución fue pequeña en comparación con los 13 000 millones de dólares de incremento acumulado de la financiación transfronteriza bancaria dirigida al país durante la primera mitad de 2013.

En Europa central y oriental, los activos transfronterizos volvieron a contraerse (Gráfico 3, panel inferior izquierdo). El aumento en los activos frente a Polonia y la República Checa se vio más que neutralizado por retrocesos notables en el caso de Hungría, Rumania, Croacia y Letonia.

Si se considera la nacionalidad del banco acreedor, los bancos estadounidenses fueron los que registraron las mayores disminuciones de activos frente a economías de mercado emergentes durante el tercer trimestre de 2013. Los bancos europeos en su conjunto mantuvieron el nivel de crédito concedido a estos países. Otros sistemas bancarios más pequeños, que históricamente habían tenido una presencia internacional limitada, siguieron concediendo más crédito. La participación relativa de los activos exteriores frente a prestatarios de economías de mercado emergentes contabilizados por estos sistemas bancarios más pequeños (más concretamente, todos los demás bancos declarantes al BPI a excepción de los de Estados Unidos, Europea y Japón), se incrementó para pasar del 12% a finales de 2012 al 13% a finales de septiembre de 2013. Los bancos asiáticos en particular siguieron expandiendo su presencia internacional en los países emergentes de Asia⁵.

⁵ Véase también P. McGuire y A. van Rixtel, «Cambio de rumbo de los patrones del crédito en Asia emergente», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2012.

Actividad interbancaria internacional en retroceso

Pablo García-Luna y Adrian van Rixtel

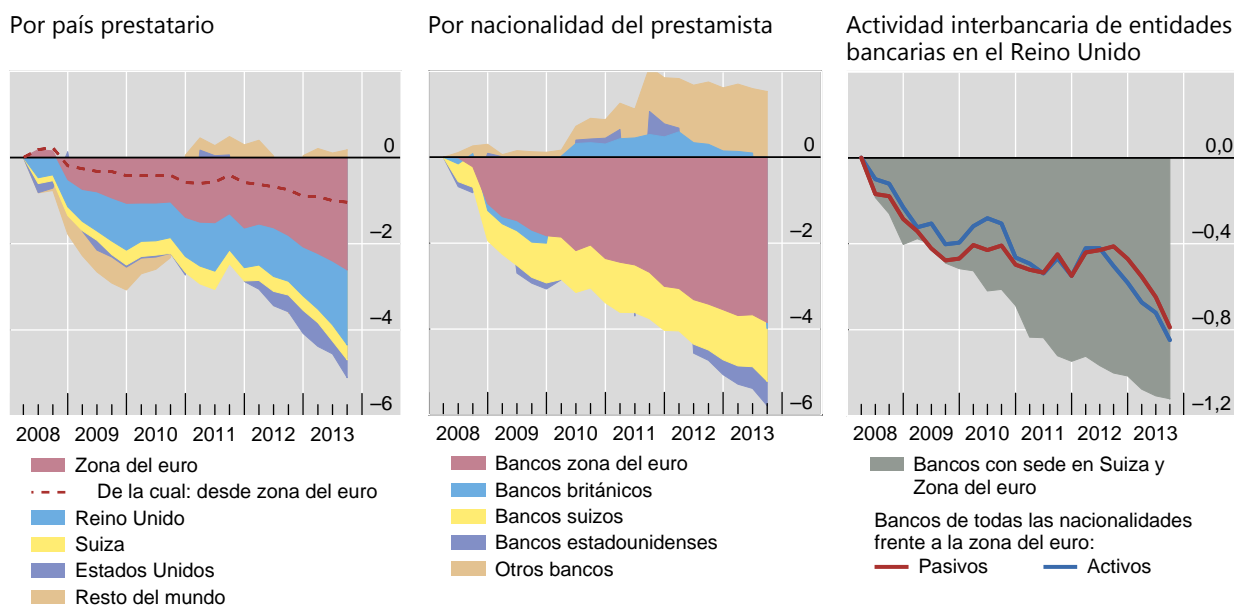
La crisis financiera mundial de 2007-09 y las dificultades financieras resultantes que han afectado a la zona del euro han dejado una profunda huella en el panorama de la financiación *interbancaria* internacional¹. Según las estadísticas territoriales del BPI por país de residencia, los préstamos interbancarios transfronterizos (incluidas las posiciones intragrupo) disminuyeron desde 22,7 billones de dólares a finales de marzo de 2008 hasta 17 billones a finales de septiembre de 2013. Pese a que esta contracción afectó a la mayoría de los países de todo el mundo, fue mayor en el caso de los prestatarios europeos, sobre todo de la zona del euro. Los activos de los bancos declarantes al BPI frente a oficinas bancarias de la zona del euro disminuyeron en total 2,6 billones de dólares (Gráfico A, panel izquierdo), es decir, un 31%. Los préstamos concedidos a bancos del Reino Unido se redujeron en 1,7 billones de dólares o 35%. Los activos frente a bancos de Estados Unidos y Suiza también experimentaron una acusada contracción, por valor de 415 000 millones de dólares (16%) y 346 000 millones (42%) respectivamente. Este recuadro considera los factores que influyeron, haciendo particular énfasis en la evolución de los acontecimientos en la zona del euro.

Las estadísticas bancarias territoriales del BPI por nacionalidad muestran que los bancos con sede en la zona del euro fueron clave en la reducción de los préstamos transfronterizos interbancarios, siendo dichas entidades responsables de más de dos tercios de la contracción total (Gráfico A, panel central). Los bancos suizos fueron los responsables de gran parte del tercio restante. Este notable peso relativo de los bancos de la zona del euro y suizos está parcialmente relacionado con la operativa concreta de sus actividades interbancarias internacionales. Tradicionalmente, estos bancos han canalizado gran parte de sus operaciones internacionales a través de

Contracción por actividad interbancaria internacional¹

Variación acumulada de los activos interbancarios transfronterizos desde finales de marzo de 2008, en billones de USD²

Gráfico A



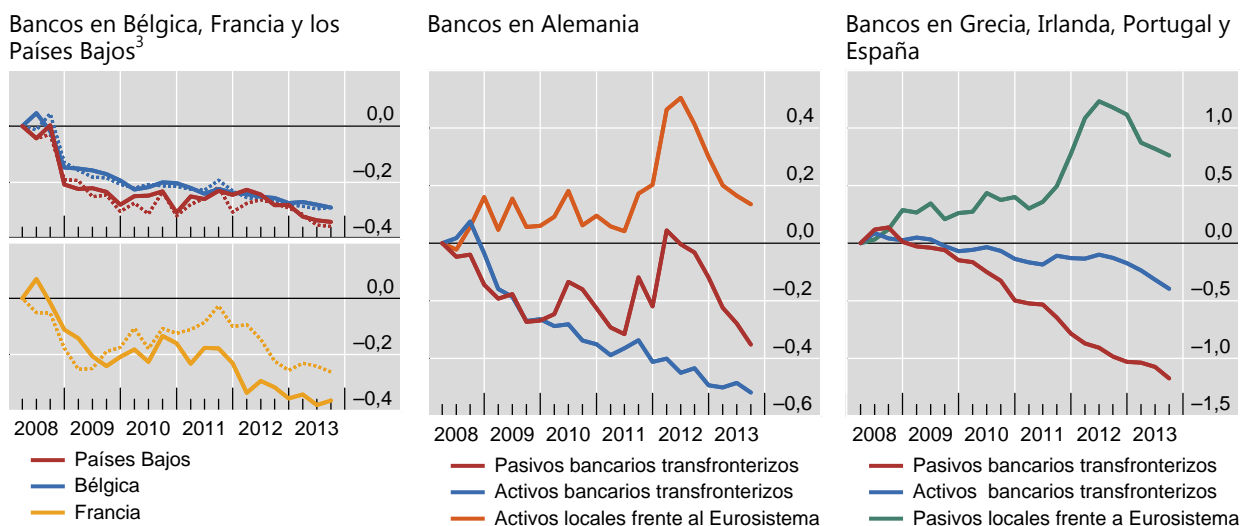
¹ Incluidos activos transfronterizos de los bancos frente a sus propias oficinas en el extranjero. ² Suma acumulada de variaciones trimestrales ajustadas por fluctuaciones del tipo de cambio y rupturas en las series entre finales de marzo de 2008 y finales de septiembre de 2013. La variación absoluta de las cantidades en circulación a lo largo del periodo es inferior a la variación acumulada, dado que la primera no se ajusta por rupturas en las series ni por oscilaciones del tipo de cambio.

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

Contracción en los mercados interbancarios internacionales de la zona del euro¹

Variación acumulada de las posiciones interbancarios transfronterizas desde finales de marzo de 2008, en billones de USD²

Gráfico B



¹ Incluidos activos transfronterizos de los bancos frente a sus propias oficinas en el extranjero. ² Suma acumulada de variaciones trimestrales ajustadas por fluctuaciones del tipo de cambio y rupturas en las series entre finales de marzo de 2008 y finales de septiembre de 2013. ³ Las líneas continuas y discontinuas representan los pasivos y activos interbancarios transfronterizos. Para Bélgica, solo préstamos y depósitos; para Francia y los Países Bajos, todos los instrumentos.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia.

Londres[®], y esta práctica se redujo en gran medida durante el periodo 2008-13. De hecho, los bancos de la zona del euro y Suiza fueron los responsables de casi toda la contracción en la actividad transfronteriza interbancaria registrada por los bancos del Reino Unido, con una reducción acumulada de 1,1 billones de dólares desde finales de marzo de 2008 (Gráfico A, panel derecho, área sombreada). La caída en la actividad fronteriza interbancaria desde el Reino Unido se concentró en operaciones con la zona del euro, tanto en términos de préstamos concedidos como recibidos (Gráfico A, panel derecho, líneas azul y roja).

El acusado retroceso en la actividad interbancaria internacional frente a la zona del euro siguió distintos patrones en los diferentes países, pero se pueden establecer tres categorías en base a las diferencias en la evolución del crédito transfronterizo concedido y recibido. Un primero grupo, en el que se encuentran Bélgica, Francia y los Países Bajos, experimentó una significativa reducción de la financiación transfronteriza recibida durante el periodo 2008-13, que también se tradujo en una reducción similar del crédito transfronterizo interbancario concedido, con lo cual las posiciones netas de financiación permanecieron prácticamente inalteradas en este caso (Gráfico B, panel izquierdo). El crédito transfronterizo interbancario concedido y recibido por los bancos franceses se redujo drásticamente al principio de la crisis financiera mundial, pero luego se recuperó entre mediados de 2009 y mediados de 2011. La intensificación de la crisis financiera en la zona del euro a partir del verano de 2011 desató otra caída muy acusada en la actividad interbancaria internacional de estas entidades[®].

El segundo grupo incluye a los bancos de Alemania, que fueron grandes receptores netos de financiación interbancaria, sobre todo en el periodo 2010-13. Estos bancos vieron como retrocedía el crédito transfronterizo tanto concedido como recibido durante la mayor parte del periodo 2008-09 (Gráfico B, panel central), pero no así después. Coincidiendo con los primeros temblores del terremoto que provocó la crisis financiera de la zona del euro en los mercados financieros internacionales en la primera mitad de 2010, los pasivos interbancarios transfronterizos de los bancos alemanes aumentaron, neutralizándose así el efecto acumulado de su contracción en los dos años anteriores (línea roja). Al mismo tiempo, estos bancos continuaron reduciendo sus préstamos transfronterizos interbancarios (línea azul). El empeoramiento de la crisis financiera en la zona del euro entre junio de 2011 y junio de 2012 resultó en otro incremento notable de los pasivos interbancarios de las entidades alemanas. Esta expansión

se vio reflejada en un incremento de los depósitos mantenidos por los bancos de Alemania en el Eurosistema (línea naranja).

En cambio, los bancos de la periferia de la zona del euro (el tercer grupo) experimentaron una profunda caída en su financiación transfronteriza interbancaria, mientras que la reducción de sus préstamos interbancarios fue más moderada (Gráfico B, panel derecho). Los préstamos interbancarios transfronterizos recibidos por los bancos de Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España registraron una disminución acumulada de 1,2 billones de dólares en el periodo 2008-13 (línea roja). El resultado fue una gran brecha en la financiación internacional que se salvó con un aumento del crédito recibido del Eurosistema (línea verde). Así pues, el BCE sustituyó al mercado bancario internacional en tanto que mecanismo de financiación para estos países.

① Véase J Caruana y A van Rixtel, «Mercados financieros internacionales y financiación bancaria en la zona del euro: dinámica y participantes», *Economistas*, diciembre de 2012. ② Véase G von Peter, "International banking centres: a network perspective", *BIS Quarterly Review*, diciembre 2007. ③ Véase A van Rixtel y G Gasperini, "Financial crises and bank funding: recent experience in the euro area", *BIS Working Papers*, nº 406, marzo 2013.

Inversión transfronteriza en los mercados mundiales de deuda desde el comienzo de la crisis

Branimir Gručić y Andreas Schrimpf

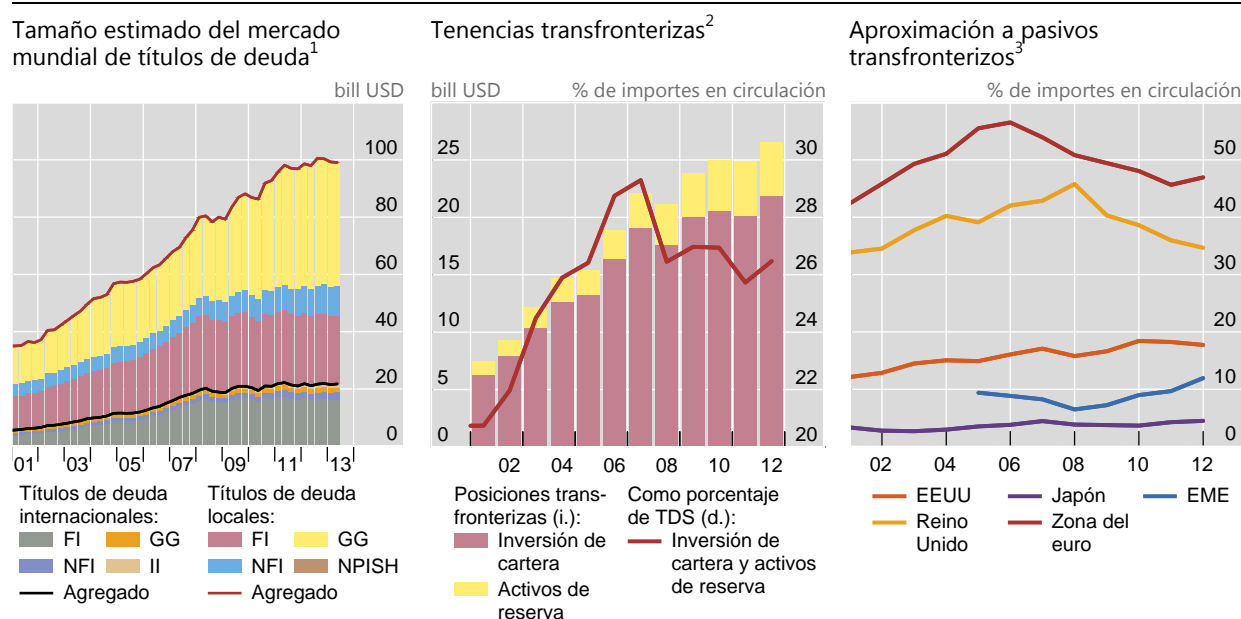
Los mercados mundiales de deuda han crecido hasta alcanzar un valor estimado de 100 billones de dólares (en importes en circulación) a mediados de 2013 (Gráfico C, panel izquierdo), lo que supone un incremento respecto de los 70 billones de dólares a mediados de 2007¹. Dicho crecimiento se ha distribuido de manera irregular entre los principales segmentos del mercado. La emisión activa por parte de los gobiernos e instituciones no financieras ha impulsado la proporción de los bonos emitidos localmente, mientras que la contención de la actividad de las instituciones financieras ha supuesto un freno para las emisiones internacionales (Gráfico C, panel izquierdo).

No es por tanto de extrañar que, habida cuenta de la significativa expansión del gasto público en los últimos años, los gobiernos (central, estados y nivel local) hayan sido los mayores emisores de deuda (Gráfico C, panel izquierdo). Estas entidades sobre todo colocan deuda en los mercados locales, donde los importes en circulación alcanzaron los 43 billones de dólares en junio de 2013, aproximadamente un 80% más que a mediados de 2007 (tal

Mercado mundial de títulos de deuda

Cantidades en circulación

Gráfico C



FI = sociedades financieras; GG = Gobierno general; II = organismos internacionales; NFI = sociedades no financieras; NPISH = instituciones sin fines de lucro que prestan servicios a los hogares; TDS = títulos de deuda totales; EM = mercados emergentes (Brasil, China, Corea, México, Polonia, Rusia, Sudáfrica y Turquía).

¹ Estimaciones trimestrales, por sector del emisor. El tamaño global del mercado de títulos de deuda se ha calculado combinando las estadísticas sobre deuda del BPI para los países de la Tabla 18 (TDS, títulos de deuda totales) procedentes de la sección *Statistical Annex: Detailed Tables* del presente Informe Trimestral del BPI, los países de la Tabla 16 (DDS, títulos de deuda locales) que no proporcionan TDS, y los países de la Tabla 11 (IDS, títulos de deuda internacionales) que no proporcionan TDS. De este modo, se maximiza la contribución de los agregados de cada país desde las distintas estadísticas sobre títulos del BPI al agregado global. ² Resultados de la Encuesta coordinada sobre inversión de cartera (ECIC) del FMI. Las posiciones transfronterizas son inversiones por parte de residentes en una economía en títulos emitidos por residentes de otra economía; esta categoría incluye activos de reserva e inversiones de cartera (según se define en el *Manual de Balanza de Pagos*, 6ª edición). ³ Pasivos según la ECIC calculados a partir de las posiciones transfronterizas declaradas por otros países.

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

y como indica el área de color amarillo del Gráfico C, panel izquierdo). Asimismo, la emisión de deuda por parte de entidades no financieras ha crecido a un ritmo similar (si bien sobre una base menor). Al igual que ocurre con los gobiernos, las entidades no financieras emiten sobre todo en los mercados locales. En consecuencia, los importes de deuda de entidades no financieras en circulación en los mercados locales superaron los 10 billones de dólares a mediados de 2013 (área azul del Gráfico C, panel izquierdo). La sustitución de los préstamos bancarios tradicionales por la financiación con bonos podría haber desempeñado un papel relevante, y lo mismo puede decirse del apetito de los inversores por activos que ofrecieran rentabilidades superiores a los niveles tan bajos que predominan en la mayoría de mercados de bonos soberanos.

El desapalancamiento del sector financiero como consecuencia de la crisis financiera ha sido el principal motivo que explica el pobre crecimiento de los mercados internacionales de deuda en comparación con los locales. Las entidades financieras (sobre todo los bancos y las instituciones financieras no bancarias) han sido tradicionalmente los principales emisores en los mercados internacionales de deuda (área gris del Gráfico C, panel izquierdo), pero la cantidad de deuda colocada por entidades financieras en el mercado internacional ha aumentado tan solo un 19% desde mediados de 2007 y los importes en circulación en mercados locales incluso se ha reducido un 5% desde finales de 2007.

¿Qué inversores han absorbido la mayor parte de la nueva deuda emitida? ¿Ha sido la base de inversores principalmente local o bien la inversión transfronteriza ha ido creciendo a la par que los mercados internacionales de deuda? Para ayudar a responder a estas preguntas, hemos combinado las estadísticas sobre títulos proporcionadas por el BPI con las de la Encuesta coordinada sobre inversión de cartera (ECIC) del FMI². Los resultados de la ECIC sugieren que los inversores no residentes detentaban títulos de deuda por un valor aproximado de 27 billones de dólares, bien como reservas o en forma de inversiones de cartera (Gráfico C, panel central). Las inversiones en títulos de deuda por parte de los no residentes, por tanto, supusieron aproximadamente un cuarto del total de títulos de deuda a nivel mundial, estando el 75% restante en manos de inversores locales.

La crisis financiera mundial ha hecho mella en las carteras de inversiones transfronterizas en títulos de deuda internacionales. El peso relativo de los títulos de deuda en poder de inversores transfronterizos, tanto en forma de reservas como en inversiones de cartera, (como porcentaje del total del mercado mundial de títulos de deuda) disminuyó, pasando de aproximadamente un 29% a principios de 2007 a un 26% a finales de 2012. Y con ello cambió la tendencia del periodo anterior a la crisis, cuando se había registrado un incremento de 8 puntos porcentuales entre 2001 y el máximo histórico de 2007. Todo esto lleva a pensar que el proceso de integración internacional podría haberse revertido en parte desde que comenzara la crisis, lo cual va en consonancia con otros descubrimientos recientemente publicados en la literatura especializada³. No obstante, tal vez se trate de una tendencia temporal. Los últimos datos de la ECIC del FMI indican que las inversiones transfronterizas en títulos de deuda se recuperaron ligeramente durante el segundo semestre de 2012, que es el periodo más reciente para el que se dispone de datos.

La disminución del peso relativo de las inversiones transfronterizas no fue homogénea en todos los países y regiones (Gráfico C, panel derecho). La inversión transfronteriza en deuda emitida por residentes en la zona del euro supuso en torno al 47% del total de los importes en circulación a finales de 2012, lo que supone 10 puntos porcentuales por detrás del máximo registrado en 2006. También se ha podido observar una tendencia similar en el caso del Reino Unido. Todo ello parece indicar que la mayoría de la deuda nueva emitida por residentes en la zona del euro y el Reino Unido ha sido absorbida por inversores locales. Las emisiones más recientes de títulos de deuda

realizadas en Estados Unidos, en cambio, se encuentran cada vez más en manos de inversores transfronterizos (Gráfico C, panel derecho). Lo mismo ocurre con los títulos de deuda emitidos en economías de mercado emergentes. El peso relativo de los títulos de deuda emitidos en economías de mercado emergentes y detentados por inversores transfronterizos se incrementó hasta situarse en el 12% en 2012, más o menos el doble del nivel de 2008.

① El tamaño global del mercado de títulos de deuda se estima en base a tres conjuntos de estadísticas del BPI: TDS (títulos de deuda totales), DDS (títulos de deuda locales) e IDS (títulos de deuda internacionales). El BPI clasifica un título de deuda como internacional (IDS) cuando la nacionalidad de alguno de los elementos siguientes es distinta a la del emisor: país donde está registrado el título, legislación que regula la emisión o mercado donde cotiza la emisión. El resto de títulos se clasifican como locales (DDS). Desde un punto de vista metodológico, la suma de ambos (IDS y DDS) equivale al total de títulos (TDS). Véase B. Gruić y P. Wooldridge, «Revisión de las estadísticas del BPI sobre títulos de deuda», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2012. ② Los datos sobre inversión transfronteriza en títulos de deuda se obtienen de la ECIC, encuesta que realiza el FMI cada año con datos aportados voluntariamente sobre carteras de inversión. Los datos del FMI también incluyen información de encuestas sobre los títulos detentados como reservas en moneda extranjera y sobre los títulos en manos de organizaciones internacionales (en total 4,8 billones de dólares a finales de 2012). Puede obtenerse información adicional sobre la ECIC en <http://cpis.imf.org>. ③ Véase P. Lane y G.M. Milesi-Ferretti, «International financial integration», *IMF Staff Papers*, vol. 50, si se desea profundizar en las formas de medir la integración financiera internacional a través de los balances (y no únicamente en base a los títulos de deuda internacionales como se hace en este recuadro). Se puede leer más sobre evidencias recientes de la contracción de los balances internacionales desde el principio de la crisis, por ejemplo en G. Ma y R. N. McCauley, «Global and euro imbalances: China and Germany», *BIS Working Papers*, n° 424.