

## 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 sobre las condiciones de liquidez mundial e indicadores de alerta temprana sobre riesgos de crisis financieras. Este capítulo analiza las tendencias recientes de estos indicadores y resume los últimos datos sobre los mercados bancarios internacionales, disponibles hasta marzo de 2015, y sobre títulos de deuda internacionales, disponibles hasta junio de 2015. Un recuadro ofrece mayor detalle sobre las posiciones en moneda local y extranjera frente a China durante el primer trimestre de 2015.*

### Resumen

- Durante los primeros meses de 2015, las condiciones de liquidez mundial para prestatarios de economías avanzadas fueron buenas, pero se hizo patente su debilitamiento para las economías de mercado emergentes (EME). En las economías avanzadas, la financiación internacional estuvo marcada por un crecimiento especialmente fuerte de la financiación en euros tanto bancaria como a través del mercado de capitales. Al mismo tiempo, los préstamos bancarios internacionales y la financiación mediante valores se ralentizaron o cambiaron de dirección en toda una serie de EME, en particular China y Rusia.
- A finales de marzo de 2015, la financiación en dólares estadounidenses dirigida a prestatarios no bancarios fuera de Estados Unidos ascendía a 9,6 billones de dólares, mientras que la financiación en euros de entidades no bancarias fuera de la zona del euro se situó en 2,8 billones de dólares.
- Los activos transfronterizos globales de los bancos declarantes al BPI siguieron aumentando en los primeros meses de 2015, en 748 000 millones de dólares en términos ajustados por el tipo de cambio, entre finales de diciembre de 2014 y finales de marzo de 2015.

<sup>1</sup> Los autores de este artículo son Ben Cohen ([ben.cohen@bis.org](mailto:ben.cohen@bis.org)) y Cathérine Koch ([catherine.koch@bis.org](mailto:catherine.koch@bis.org)). Stephan Binder, Sebastian Goerlich, Branimir Gručić y Jeff Slee han proporcionado el apoyo estadístico.

- La emisión de títulos de deuda internacionales se mantuvo fuerte, con una emisión neta por valor de 225 000 millones de dólares en el primer trimestre de 2015, y de 219 000 millones en el segundo.
- Los activos transfronterizos denominados en euros y los activos frente a la zona del euro aumentaron durante el primer trimestre de 2015. Aproximadamente la mitad de este incremento denominado en euros se dirigió a prestatarios no bancarios y aproximadamente la mitad procedía de prestamistas de dentro de la zona del euro. Grecia fue una excepción significativa: el crédito transfronterizo concedido a sus residentes, principalmente denominado en euros, se redujo en 22 000 millones de dólares entre finales de diciembre de 2014 y finales de marzo de 2015.
- El crédito bancario transfronterizo dirigido a EME disminuyó en 52 000 millones de dólares, en términos ajustados por el tipo de cambio, durante el primer trimestre de 2015.
- El crédito a China se redujo por segundo trimestre consecutivo, llevando su tasa de crecimiento anual hasta prácticamente cero.
- Los activos transfronterizos frente a Rusia y Ucrania experimentaron otra reducción trimestral, acelerándose por tanto sus tasas anuales de contracción al 29% y 48%, respectivamente.
- La emisión neta de títulos de deuda por parte de emisores de economías avanzadas se expandió a un ritmo récord desde antes de la Gran Crisis Financiera de 2007–09, alcanzando 247 000 millones de dólares en la primera mitad de 2015. Los emisores de las EME, por su parte, realizaron emisiones por valor de 137 000 millones de dólares, netos de amortizaciones, durante el primer semestre, un crecimiento mucho menor que en los tres años precedentes.
- Los indicadores de alerta temprana apuntan a una vulnerabilidad continuada asociada al exceso de la deuda en EME clave.

## Evolución reciente del mercado bancario y el mercado de deuda internacionales

Pese a los brotes de volatilidad en los mercados de títulos y materias primas (véase «Una nueva oleada de relajación monetaria», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2015), la actividad financiera internacional se fortaleció en los primeros meses de 2015. Según las estadísticas bancarias territoriales del BPI (en inglés *locational banking statistics*, LBS)<sup>2</sup>, los activos bancarios internacionales aumentaron casi un

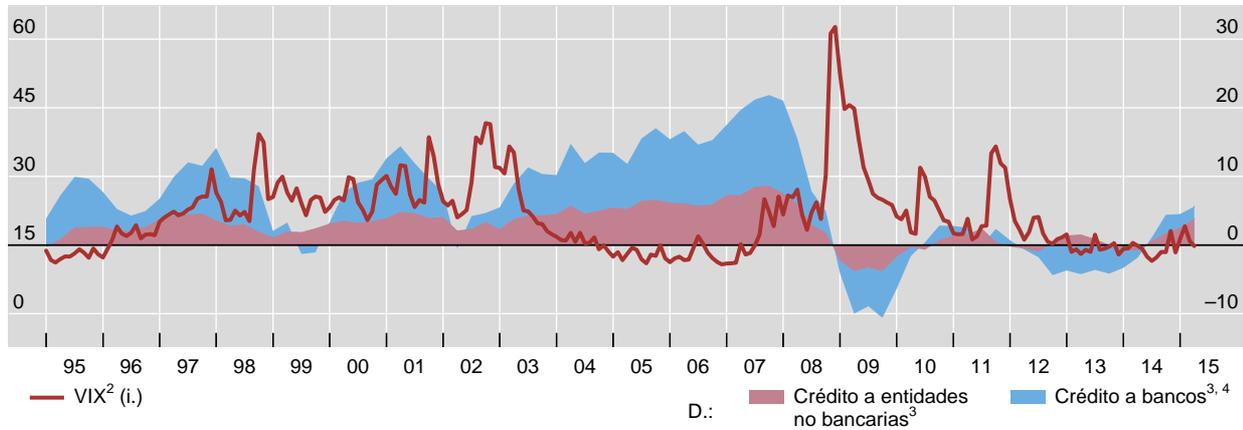
<sup>2</sup> Las LBS se estructuran en base a la ubicación de las oficinas bancarias y recogen la actividad de todas las sucursales activas a nivel internacional que operan en el país declarante, independientemente de la nacionalidad de la matriz. Los bancos registran sus posiciones en términos no consolidados, es decir, incluyendo las que mantienen frente a sus propias oficinas en otros países. Los activos internacionales en este caso incluyen todos los activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI y los activos locales en moneda extranjera. Véanse las últimas mejoras de la estadísticas bancarias internacionales del BPI en S. Avdjiev, P. McGuire y P. Wooldridge «Mejoras estadísticas para el análisis de la actividad bancaria internacional», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre 2015.

## Crédito bancario internacional, títulos de deuda internacionales y volatilidad

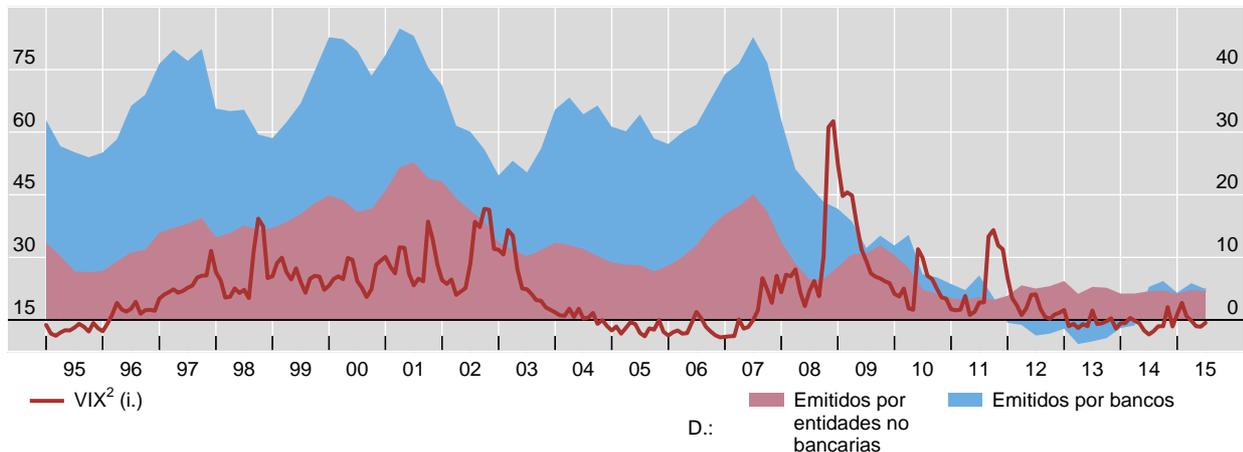
Volatilidad (i.) y variación anual (d.), en porcentaje

Gráfico 1

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



### Títulos de deuda internacionales<sup>5</sup>



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> Activos transfronterizos de los bancos que participan en las LBS más activos locales en moneda extranjera. <sup>2</sup> VIX se refiere al índice de volatilidad de Chicago Board Options Exchange, que mide la volatilidad implícita de opciones sobre el índice S&P 500. <sup>3</sup> Contribución a la variación porcentual anual del crédito a todos los sectores. <sup>4</sup> Incluye transacciones intragrupo. <sup>5</sup> Emisión neta. Todos los instrumentos, todos los vencimientos, todos los emisores.

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

6%<sup>3</sup> desde el primer trimestre de 2014 al primer trimestre de 2015 (Gráfico 1, panel superior), y casi un 3% únicamente en el primer trimestre de 2015. Los activos frente a entidades no bancarias aumentaron en 626 000 millones de dólares en el primer trimestre de 2015, ajustados por rupturas y tipos de cambio, mientras que los activos frente a entidades bancarias aumentaron en 218 000 millones de dólares. Al mismo tiempo, y tal y como muestran las estadísticas sobre títulos de deuda

<sup>3</sup> Las variaciones porcentuales anuales se calculan como la suma de las variaciones de los cuatro últimos trimestres ajustadas en función del tipo de cambio y las rupturas, dividida por la cantidad en circulación un año antes.

internacionales del BPI (en inglés *international debt securities statistics*, IDS)<sup>4</sup>, la emisión neta continuó creciendo a buen ritmo, como lo venía haciendo desde el final de la Gran Crisis Financiera (Gráfico 1, panel inferior). La emisión neta ascendió a un total de 188 000 millones de dólares en el primer trimestre de 2015 y 198 000 millones de dólares en el segundo, en comparación con los 509 000 para el conjunto de 2014.

El firme crecimiento generalizado de la actividad financiera internacional ocultó importantes cambios en la composición, especialmente en lo que se refiere al equilibrio entre economías de mercado avanzadas y emergentes. Según las LBS, los activos transfronterizos de los bancos frente a economías avanzadas aumentaron en 738 000 millones de dólares (ajustados por el tipo del cambio) durante el primer trimestre de 2015, lo que corresponde a un crecimiento interanual del 6%. Esta expansión del crédito durante el primer trimestre de 2015 se debió al crecimiento particularmente intenso de los activos frente a países europeos y Japón. En cambio, el crédito transfronterizo a las EME se contrajo en 52 000 millones de dólares durante el primer trimestre, registrándose un aumento de tan solo 0,5% respecto del año anterior. El crédito concedido a China, tras varios trimestres de rápido aumento, comenzó a comprimirse a finales de 2014 y básicamente no dio muestras de crecimiento en los doce meses hasta finales de marzo de 2015.

También hubo disparidades entre las economías de mercado avanzadas y emergentes en cuanto a la emisión de títulos de deuda internacionales. La base de datos de IDS apunta a que la emisión neta en las economías avanzadas retomó el paso rápido en los dos primeros trimestres de 2015, tras varios años de emisión neta baja o negativa. En cambio, la emisión neta de las EME se frenó.

El resto de este capítulo analiza esta evolución en mayor detalle, centrándose en las estadísticas del BPI sobre la actividad bancaria internacional y los mercados de títulos de deuda internacionales, y en los indicadores de liquidez mundial (en inglés *global liquidity indicators*, GLI) del BPI. El capítulo concluye con un breve análisis de las tendencias observadas recientemente en el crecimiento del crédito y los coeficientes de servicio de la deuda (DSR) en las principales economías de mercado avanzadas y emergentes.

## Crédito mundial en moneda extranjera dirigido al sector no financiero

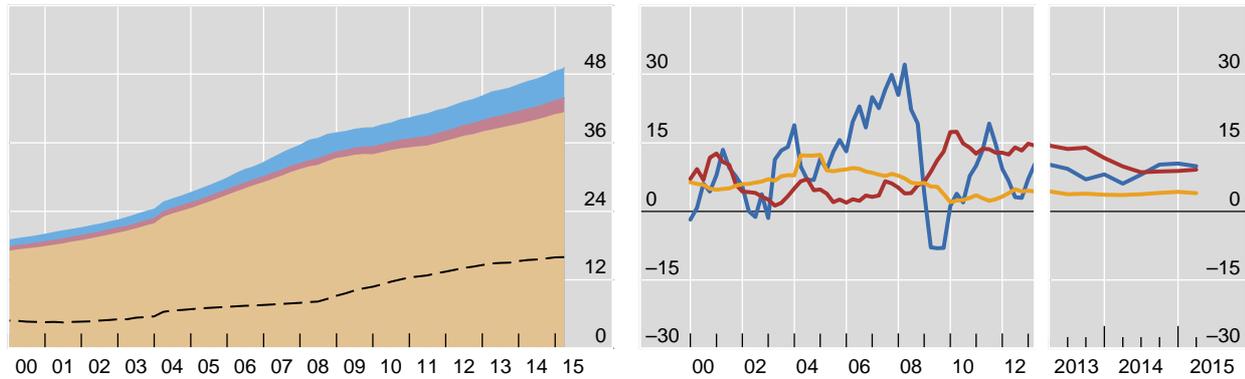
El crédito mundial en dólares estadounidenses y euros concedido a *no residentes* no pertenecientes al sector financiero continuó creciendo más rápidamente que el dirigido a *residentes* no financieros de Estados Unidos y la zona del euro (Gráfico 2).

<sup>4</sup> El BPI define las IDS como títulos emitidos por no residentes en todos los mercados. Un título de deuda se considera IDS si el país de residencia del emisor es distinto al de alguna de las siguientes características: país donde se registra el título, legislación que regula la emisión o mercado donde cotiza la emisión. Véase B. Gruić y P. Wooldridge, «Mejoras en las estadísticas del BPI sobre valores de deuda» *Informe Trimestral del BPI*, diciembre 2012. Las IDS ofrecen un desglose tanto por nacionalidad como por residencia del emisor, junto con otras dimensiones como tipo, sector, moneda y vencimiento, con frecuencia trimestral.

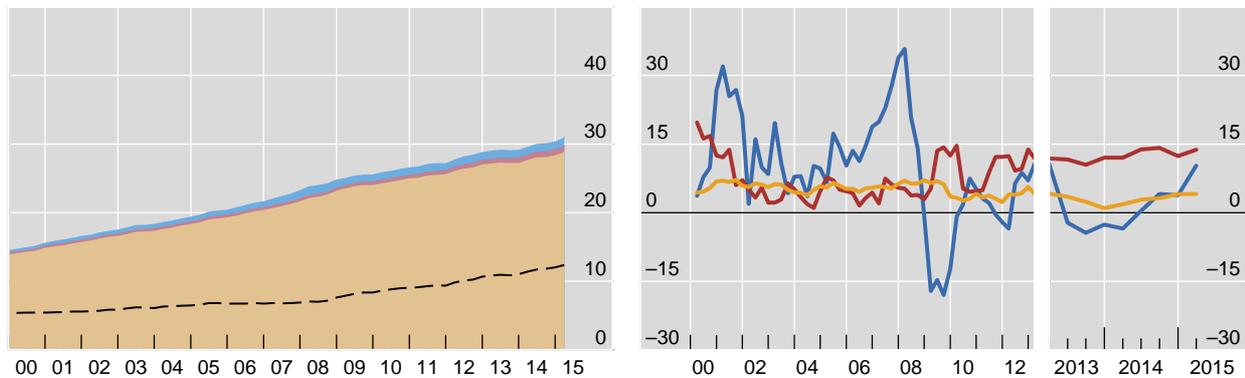
Importes pendientes<sup>1</sup> (bill USD)

Variación anual (en porcentaje)

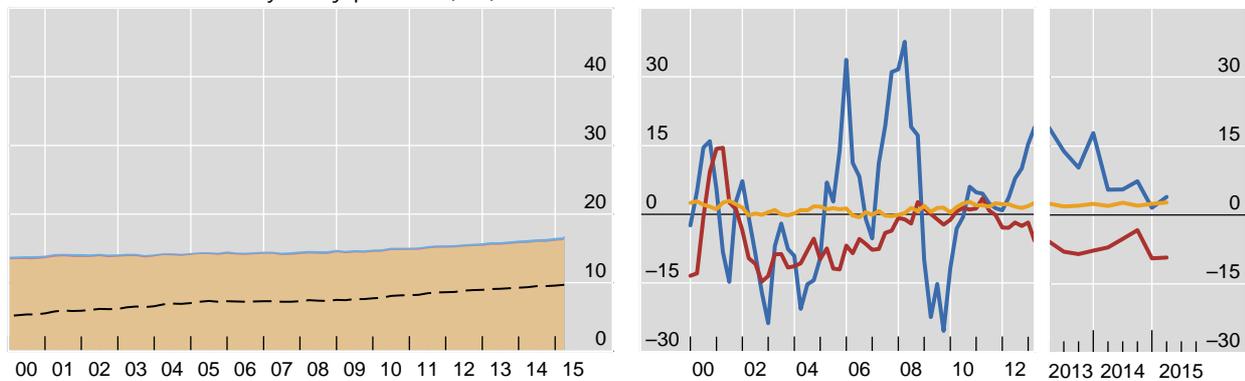
Crédito denominado en dólares de EEUU (USD)



Crédito denominado en euros (EUR)



Crédito denominado en yenes japoneses (JPY)



■ Crédito a residentes<sup>2</sup>      ■ Crédito a no residentes:  
■ Títulos de deuda<sup>3</sup>      ■ Préstamos<sup>4</sup>  
--- Del cual:  
--- Crédito al gobierno      --- Crédito a residentes<sup>2</sup>

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 pendientes a finales del trimestre. Los importes denominados en monedas distintas del dólar de Estados Unidos se convierten a dólares estadounidenses al tipo de cambio imperante a finales de marzo de 2015. <sup>2</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>3</sup> Excluye los títulos de deuda emitidos por sociedades de gestión especializada y otras entidades financieras controladas por matrices no financieras. «Títulos de deuda denominados en euros» excluye los emitidos por instituciones de la Unión Europea. <sup>4</sup> Préstamos de los bancos que participan en las LBS a prestatarios no bancarios, incluidas entidades financieras no bancarias; engloba préstamos transfronterizos más préstamos locales. Para países que no participan en las LBS, 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 a entidades no bancarias.

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

Según los GLI, el crédito en dólares estadounidenses a prestatarios *no bancarios* fuera de Estados Unidos ascendió a un total de 9,6 billones de dólares a finales del primer trimestre de 2015. Si se excluye de esta cifra a los prestatarios financieros no bancarios, el total del crédito en dólares estadounidenses concedido a prestatarios *no financieros* asciende a 7,8 billones de dólares (Gráfico 2, panel superior izquierdo). El préstamo bancario en dólares a estos últimos alcanzó 5,3 billones de dólares, lo que supone un aumento anual de casi un 10%, mientras que los títulos emitidos se situaron en 2,5 billones, llevando la tasa de crecimiento anual del volumen en circulación al 9% (Gráfico 2, panel superior derecho). Ambos crecieron más rápidamente que el crédito en dólares estadounidenses a entidades no financieras *residentes* en Estados Unidos (que ascendió un 4%). Estas tasas de crecimiento han permanecido muy estables durante varios años.

A finales de marzo de 2015, el crédito en euros a prestatarios *no bancarios* fuera de la zona del euro ascendía a un total de 2,8 billones de dólares. Una vez más, excluyendo las entidades financieras no bancarias, el total del crédito en euros dirigido a prestatarios *no financieros* es de 2,1 billones de dólares e incluye 1,2 billones de dólares de créditos bancarios y 915 000 millones en títulos de deuda (Gráfico 2, panel central izquierdo). El volumen en circulación de deuda en euros emitida por entidades no financieras no residentes experimentó un notable incremento de casi un 14% en términos anuales, impulsado en parte por un fuerte aumento en la emisión neta de deuda en euros por parte de empresas no financieras estadounidenses. El crédito bancario en euros a entidades no financieras de fuera de la zona del euro, que se había estado reduciendo durante gran parte de 2013, comenzó a aumentar de nuevo en el primer trimestre de 2014 y creció un 10% en los doce meses hasta marzo de 2015 (Gráfico 2, panel central derecho). El crecimiento del crédito, tanto bancario como a través de títulos, denominado en euros al sector no financiero no residente superó con creces el del crédito a *residentes* del sector no financiero de la zona del euro, que aumentó un 4%.

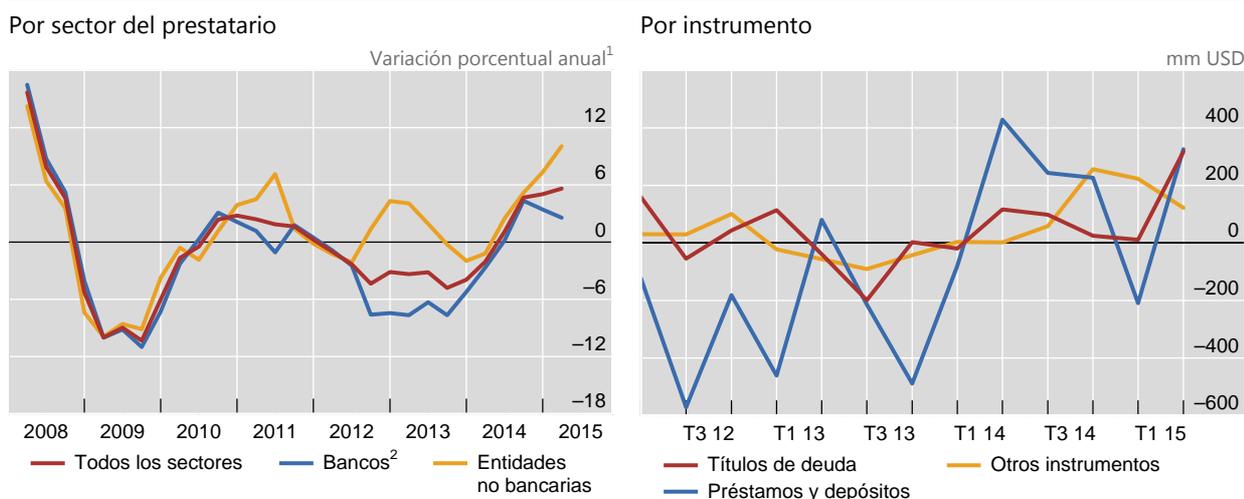
El crédito en yenes a prestatarios no financieros fuera de Japón incluyó 347 000 millones de dólares en préstamos bancarios y 66 000 millones de dólares en títulos de deuda, a finales de marzo de 2015. El crédito bancario aumentó un 4% en los doce meses hasta marzo de 2015, mientras que el volumen de deuda en circulación se contrajo un 9,3% durante el mismo periodo (Gráfico 2, paneles inferiores).

## Crédito global transfronterizo

La expansión del crédito transfronterizo a nivel mundial, que comenzó durante el segundo trimestre de 2014, repuntó durante los tres primeros meses de 2015. Según las LBS, los activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI aumentaron en 748 000 millones de dólares entre finales de diciembre de 2014 y finales de marzo de 2015, incrementándose la tasa de crecimiento anual hasta casi el 6% (Gráfico 3, panel izquierdo)<sup>5</sup>.

El aumento de 563 000 millones de dólares en los activos transfronterizos a entidades *no bancarias* representó más de tres trimestres de aumento a nivel

<sup>5</sup> Todas las cifras sobre variaciones trimestrales y anuales de los activos bancarios se corrigen en función de fluctuaciones del tipo de cambio y rupturas en las series.



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

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

mundial durante el primer trimestre de 2015, impulsando la tasa de crecimiento anual hasta un 10% (Gráfico 3, panel izquierdo). Al mismo tiempo, el crédito concedido a *bancos* aumentó en 132 000 millones de dólares a finales de marzo de 2015, compensando el retroceso de magnitud similar del trimestre anterior. La tasa de crecimiento anual del crédito interbancario transfronterizo se ralentizó hasta situarse en menos del 2% a finales de marzo de 2015.

La actividad bancaria internacional se reactivó para todos los instrumentos principales. Los aumentos tanto de los títulos de deuda detentados por los bancos como de los créditos concedidos contribuyeron casi por igual a la expansión total de los activos transfronterizos (Gráfico 3, panel derecho). Entre finales de diciembre de 2014 y finales de marzo de 2015, la cantidad de créditos en circulación aumentó en 319 000 millones de dólares, mientras que los títulos de deuda detentados por los bancos lo hicieron en 318 000 millones. La expansión trimestral más reciente de los créditos transfronterizos y los títulos de deuda de los bancos situaron los aumentos anuales acumulados en ambas categorías desde principios de 2014 en 1 billón y 570 000 millones de dólares, respectivamente.

### Composición por monedas del crédito bancario transfronterizo

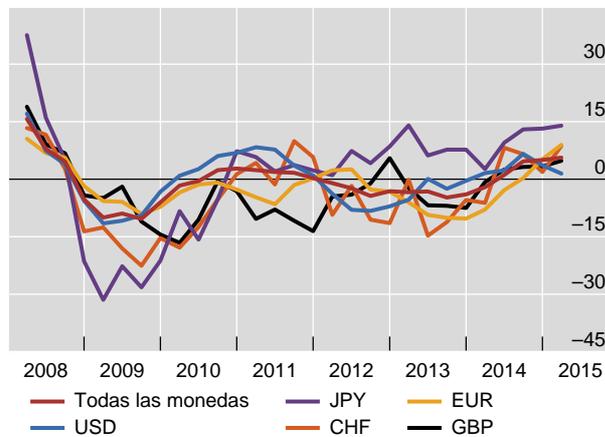
La expansión del crédito transfronterizo agregado registrada entre finales de diciembre de 2014 y finales de marzo de 2015 estuvo impulsada sobre todo por el aumento de 536 000 millones de dólares de los activos *denominados en euros*. Según las LBS, este incremento impulsó la tasa de crecimiento anual de los activos denominados en euros hasta el 9% (Gráfico 4, panel izquierdo). Más de dos tercios (70%) de dicho aumento se debieron al crecimiento de los préstamos, mientras que el incremento de los títulos de deuda detentados por los bancos supuso el 18%. Los prestatarios no bancarios representaron el 49% de la expansión en los activos denominados en euros. Aproximadamente la mitad (53%) del repunte en los activos

## Activos transfronterizos de los bancos declarantes al BPI

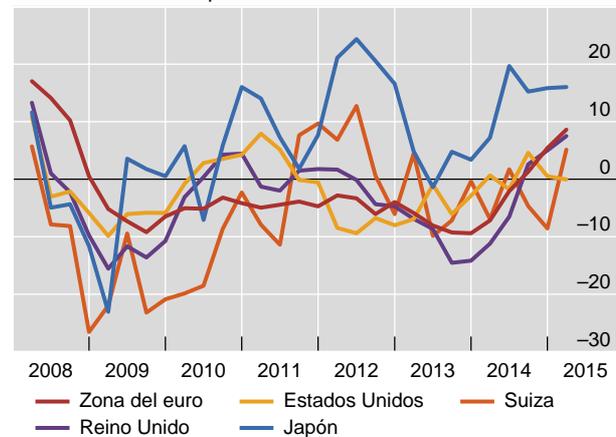
Variación porcentual anual<sup>1</sup>

Gráfico 4

Por moneda de denominación



Por residencia del prestatario



<sup>1</sup> Calculada como la suma de las variaciones ajustadas por tipo de cambio y rupturas en las series durante los cuatro trimestres previos, dividida entre la cantidad en circulación un año antes.

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

*denominados en euros* correspondió a préstamos concedidos por bancos ubicados dentro de la zona del euro y el 28% fueron créditos de bancos ubicados en el Reino Unido.

Durante el primer trimestre del 2015, los activos denominados en *dólares estadounidenses* incrementaron en 54 000 millones de dólares. Un aumento por valor de 156 000 millones de dólares en las tenencias bancarias de títulos de deuda en dólares estadounidenses compensó con creces la reducción de 99 000 millones de dólares en los créditos concedidos. Los activos denominados en libras esterlinas (60 000 millones de dólares) y francos suizos (32 000 millones de dólares) también ascendieron, y con ello lo hizo su tasa de crecimiento anual, hasta el 5% y el 9% respectivamente. El préstamo transfronterizo denominado en yenes descendió durante el trimestre (en 10 000 millones de dólares), pero la tasa de crecimiento anual se mantuvo fuerte en el 14%.

### Crédito a economías avanzadas

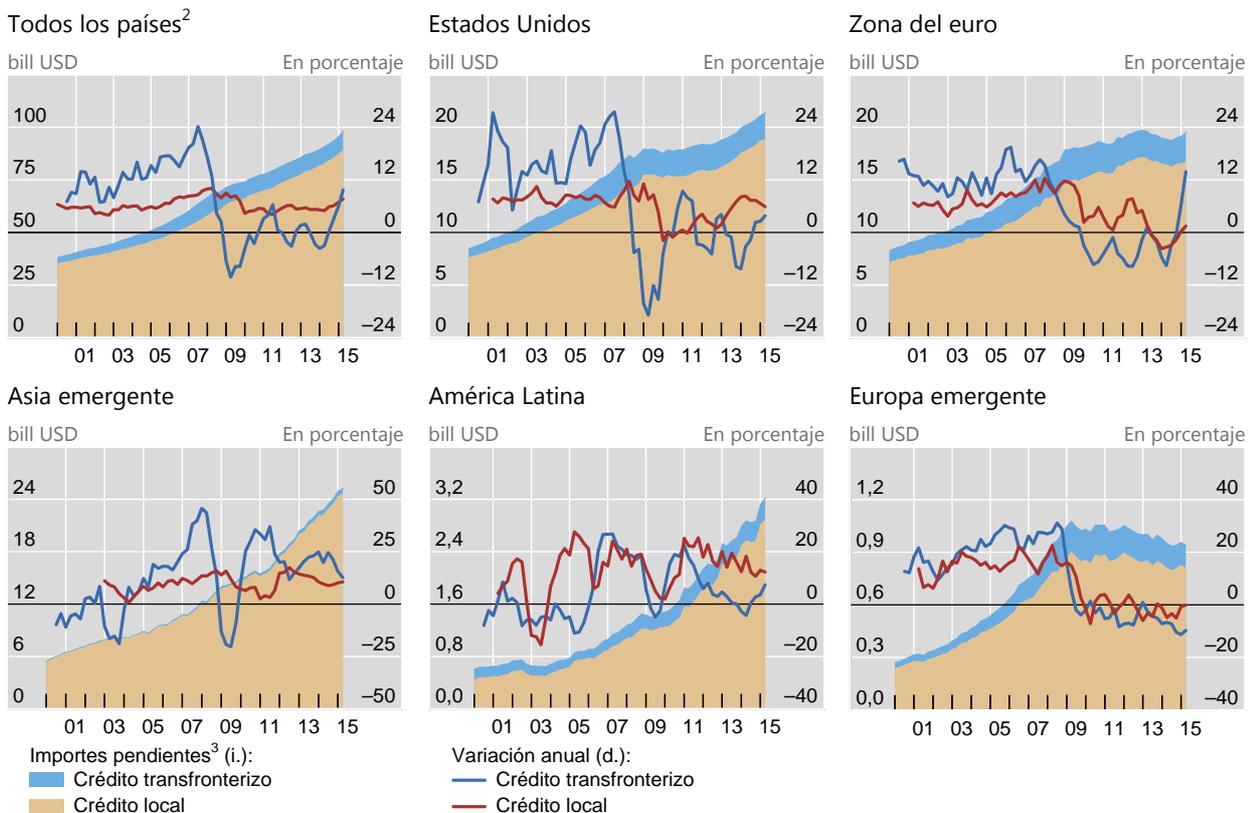
Según los GLI, el crédito transfronterizo concedido a entidades *no bancarias* creció algo más rápidamente que el crédito nacional dirigido a estos prestatarios durante el primer trimestre de 2015, por primera vez desde la crisis financiera (Gráfico 5, panel superior izquierdo). Esta evolución es significativa: la experiencia pasada ha demostrado que el crédito transfronterizo tiende a amplificar las condiciones crediticias nacionales, con el componente transfronterizo creciendo más rápidamente durante las fases de auge y más lento, o retrocediendo, durante las fases de caída. En cualquier caso, la situación fue muy dispar entre países y entre regiones.

El aumento del primer trimestre reflejó en gran medida un rápido crecimiento del crédito transfronterizo a las economías avanzadas. Pero incluso dentro de este grupo, las cifras agregadas esconden una notable heterogeneidad. El crecimiento del crédito interno concedido al sector no bancario estadounidense se situó en 5%

## Crédito bancario internacional, por región del prestatario

Crédito transfronterizo más crédito local concedido por los bancos en todas las monedas<sup>1</sup>

Gráfico 5



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> Activos transfronterizos de los bancos que participan en las LBS más activos locales de todos los bancos. Los activos locales proceden de las cuentas financieras nacionales e incluyen el crédito concedido por el banco central al gobierno. <sup>2</sup> Muestra de 52 países. <sup>3</sup> Importes pendientes a finales del trimestre. Los importes denominados en monedas distintas del dólar de Estados Unidos se convierten a dicha moneda al tipo de cambio imperante a finales de marzo de 2015.

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*; estadísticas bancarias territoriales del BPI; cálculos del BPI.

y perdió fuerza en comparación con el último trimestre de 2014, mientras que el ritmo del crédito transfronterizo a prestatarios no bancarios estadounidenses se incrementó al 4% anual (Gráfico 5, panel superior central). En cambio, el crédito de ámbito nacional dirigido a entidades no bancarias en la zona del euro permaneció prácticamente invariable, mientras que el crédito transfronterizo aumentó ostensiblemente hasta el 13% anual (Gráfico 5, panel superior derecho).

Si consideramos el crédito bancario *transfronterizo frente a todos los sectores*, los datos de las LBS sugieren que las tendencias que se habían ido desarrollando en 2014 continuaron durante el primer trimestre de este año. Las tasas de crecimiento anual de los activos transfronterizos, que tras la crisis permanecieron varios años en terreno negativo hasta tornarse positivas en 2014, conservaron su signo positivo. Las tasas de crecimiento fueron particularmente altas para Japón (16%), la zona del euro (9%), el Reino Unido (8%) y Suiza (5%), mientras que los activos transfronterizos frente a Estados Unidos permanecieron prácticamente inalterados entre marzo de 2014 y 2015 (Gráfico 4, panel derecho).

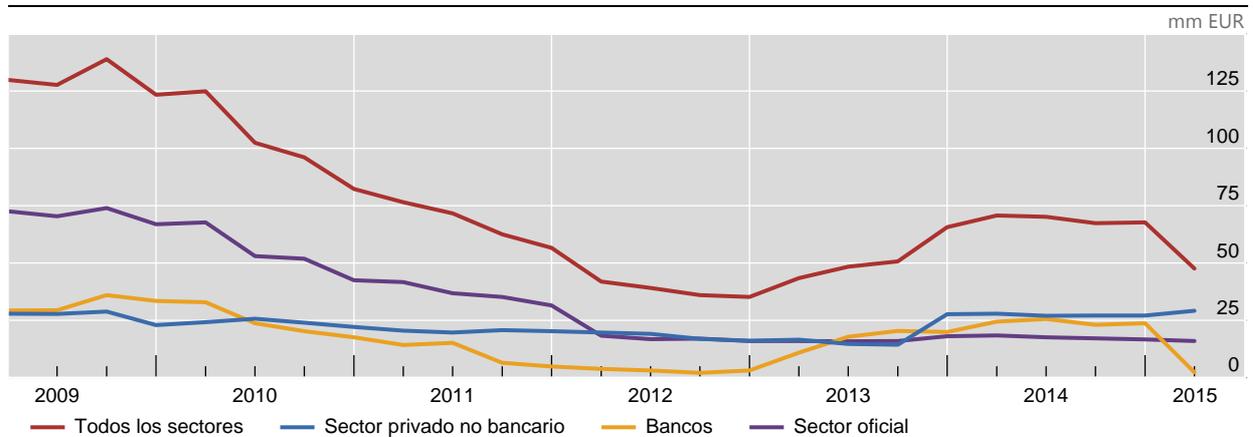
Los activos transfronterizos frente a todos los prestatarios de la zona del euro (que incluyen los activos dentro de la zona del euro y todos los sectores) incrementaron en 418 000 millones de dólares durante el primer trimestre de 2015, impulsando la tasa de crecimiento anual hasta casi un 9%. Tal y como indican las LBS, este fue el mayor aumento trimestral en términos absolutos desde el primer trimestre de 2008 (Gráfico 4, panel derecho). La actividad interbancaria contribuyó algo menos a esta cifra que el endeudamiento por parte de las entidades no bancarias. Los bancos de la zona del euro representaron poco menos de la mitad de este ascenso, mientras que los ubicados en el Reino Unido supusieron el 35%. Un repunte del crédito a Alemania por valor de 153 000 millones de dólares alimentó el aumento generalizado de los activos transfronterizos frente a la zona del euro. Francia también registró una notable subida en el total de activos transfronterizos frente a sus residentes (124 000 millones de dólares), mientras que su préstamo frente a España, Italia, Irlanda y Portugal permaneció prácticamente inalterado.

El préstamo bancario transfronterizo también aumentó frente a países europeos fuera de la zona del euro (Gráfico 4, panel derecho). Los activos transfronterizos frente a Suiza aumentaron en 60 000 millones de dólares (cifra ajustada por tipo de cambio) entre finales de diciembre de 2014 y finales de marzo de 2015. Aproximadamente el 83% del incremento corresponde a la actividad interbancaria. Mientras que los pasivos transfronterizos de los bancos declarantes frente a Suiza retrocedieron 24 000 millones de dólares durante el mismo periodo, los activos netos totales frente a Suiza aumentaron en más de 86 000 millones de dólares. Los activos frente a Dinamarca y Suecia registraron aumentos similares. Los activos transfronterizos frente a Dinamarca acusaron un notable incremento de 27 000 millones de dólares y en el caso de Suecia el avance se cifró en 13 000 millones. En ambos casos, aproximadamente dos tercios del aumento correspondieron a activos transfronterizos frente al sector bancario.

Grecia fue una excepción significativa al patrón generalizado de expansión del crédito concedido en Europa. Según las LBS, los activos transfronterizos de los bancos activos a nivel internacional frente a Grecia cayeron en 22 000 millones de dólares en el primer trimestre de 2015. Como resultado de ello, la tasa anual de

Activos internacionales de los bancos frente a Grecia, por sector

Gráfico 6



Fuente: estadísticas bancarias consolidadas del BPI (en base a la contraparte directa).

contracción alcanzó el 28% a finales de marzo de 2015. Los datos de las CBS<sup>6</sup> en base a la contraparte directa ofrecen un relato similar, revelando una disminución de 31 000 millones de dólares (26 000 millones de euros) en el crédito concedido a residentes en Grecia<sup>7</sup> durante el primer trimestre de 2015 (Gráfico 6).

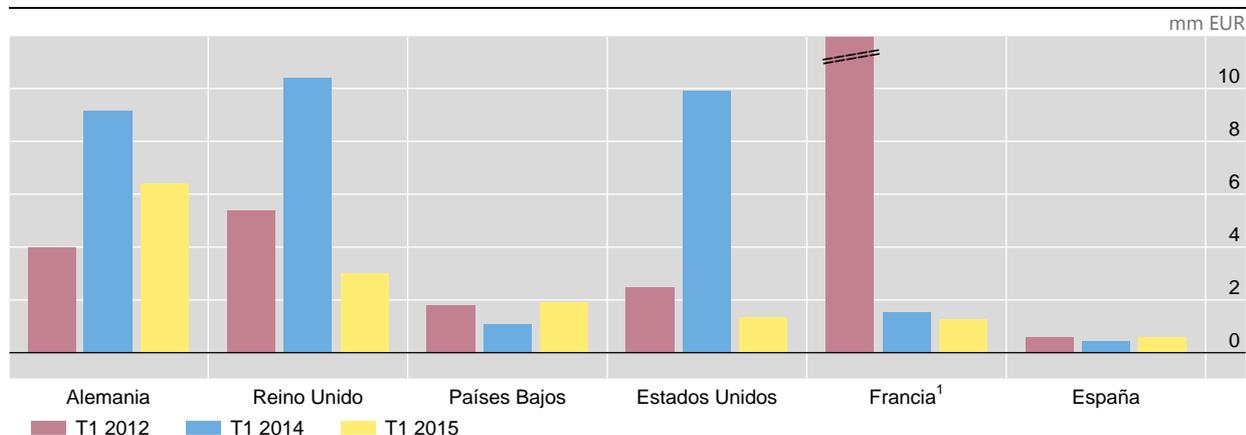
La mayor parte del retroceso correspondió a los 26 000 millones de dólares (o 21 000 millones de euros) de crédito dirigido a los bancos griegos. El volumen en circulación de activos internacionales consolidados frente a los bancos de Grecia (en base a la contraparte directa) se situó en 2 500 millones de dólares (2 300 millones de euros) a finales de marzo de 2015. Los activos internacionales frente al sector público griego se situaron en 17 000 millones de dólares (16 000 millones de euros) a finales de marzo de 2015, en comparación con los 25 000 millones de dólares de un año antes.

La reducción de los activos internacionales frente a Grecia en 2014 y 2015 siguió a un periodo de dos años en que muchos bancos extranjeros retornaron temporalmente al mercado griego (Gráfico 6). El aumento en el crédito dirigido a Grecia entre 2012 y 2014 había estado impulsado principalmente por bancos de Alemania, Estados Unidos y el Reino Unido. En cambio, los bancos franceses recortaron su exposición drásticamente durante el mismo periodo. Para marzo de 2015, los activos frente a Grecia habían caído por debajo de los respectivos niveles de marzo de 2012 para la mayor parte de los sistemas bancarios extranjeros excepto Alemania.

## Activos exteriores frente a Grecia, por nacionalidad del banco declarante

A finales de marzo de 2015

Gráfico 7



<sup>1</sup> Activos exteriores en el primer trimestre de 2012= 26 000 millones de euros.

Fuente: estadísticas bancarias consolidadas del BPI (en base al riesgo último).

<sup>6</sup> Las CBS clasifica las exposiciones conforme a la nacionalidad de los bancos (es decir, en función de dónde estén ubicadas las centrales de los bancos) y no en base a la ubicación de la oficina donde aquellas se contabilizan. Los bancos consolidan sus posiciones intragrupo y declaran solamente los activos frente a prestatarios no relacionados, sin proporcionar un desglose por moneda. En consecuencia, las variaciones ajustadas en base al tipo de cambio no están disponibles en las estadísticas bancarias consolidadas. Los activos se declaran en base a la contraparte directa (es decir, según la ubicación de la entidad prestataria) y en base al riesgo último (según dónde tenga su sede el deudor último, teniendo en cuenta las garantías y otras transferencias de riesgo).

<sup>7</sup> Estos cálculos corrigen el efecto de la depreciación del euro frente al dólar estadounidense al asumir que todos los activos están denominados en euros.

Como resultado, los bancos alemanes fueron el mayor prestamista bancario extranjero a Grecia a finales de marzo 2015 (Gráfico 7), con 7 000 millones de euros de activos exteriores en circulación en base al riesgo último, dos tercios de los cuales frente al sector privado no bancario. Los bancos con sede en el Reino Unido declararon activos exteriores por valor de aproximadamente 3 000 millones de euros, mientras que los de bancos holandeses, estadounidenses, franceses, italianos y españoles se situaron en o por debajo de 2 000 millones de euros. La mayoría de los activos exteriores de los bancos alemanes, holandeses, estadounidenses y franceses frente a Grecia adoptaron la forma de crédito transfronterizo. En cambio, la mayor parte de las posiciones de los bancos italianos y españoles se establecieron a través de sus filiales locales.

## Crédito bancario a economías de mercado emergentes

Según los GLI, las tasas de crecimiento del crédito interno y transfronterizo al sector *no bancario* de América Latina y las economías emergentes de Asia-Pacífico continuaron convergiendo durante el primer trimestre de 2015 (Gráfico 5, paneles inferiores).

El crecimiento del crédito transfronterizo dirigido al sector no bancario de las economías emergentes de Asia se ralentizó hasta una tasa anual del 13% a finales de marzo de 2015, respecto de su máximo más reciente del 25% en el cuarto trimestre de 2013. El crecimiento de las posiciones transfronterizas siguió superando ligeramente el del crédito interno (al 11%). No obstante, en el caso de Asia-Pacífico, los volúmenes en circulación de crédito transfronterizo en términos relativos respecto del crédito interno, permanecieron bastante bajos en comparación con otras regiones, sobre todo América Latina y especialmente las economías emergentes de Europa.

El crédito transfronterizo a instituciones no bancarias de América Latina experimentó otro incremento trimestral entre finales de diciembre de 2014 y finales de marzo de 2015, aumentando el crecimiento anual hasta el 7%, pero permaneciendo por debajo de la tasa prácticamente invariable de crecimiento del crédito interno del 12%.

En general, el crédito interno a entidades no bancarias de economías emergentes de Europa<sup>8</sup> se estancó durante el primer trimestre de 2015, mientras que el crédito transfronterizo se comprimió un 10%.

Los datos de las LBS muestran que entre finales de diciembre de 2014 y finales de marzo de 2015, el crédito bancario transfronterizo a *todos los sectores* (bancos y no bancos) de las EME se redujo por segundo trimestre consecutivo, tras dos años de considerable crecimiento. Los activos transfronterizos frente a las EME se contrajeron en 52 000 millones de dólares (en términos ajustados en función del tipo de cambio) durante el primer trimestre de 2015, lo que frenó la tasa de crecimiento anual a menos del 1%.

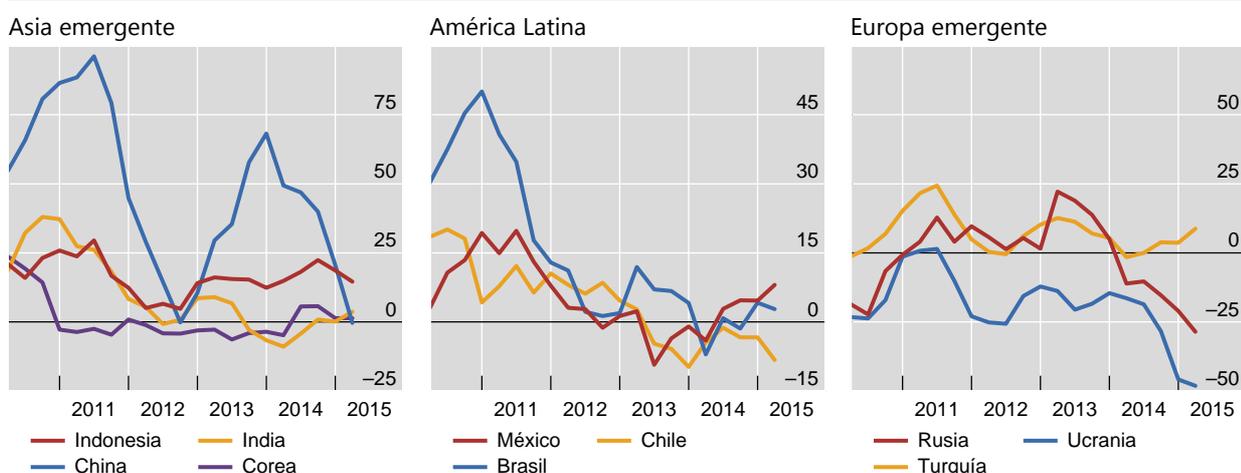
En línea con la tendencia observada en los últimos años, los activos frente a China fueron el principal motor de la variación trimestral en términos agregados del crédito concedido a las EME en su conjunto, y en particular a los mercados

<sup>8</sup> Las «economías emergentes de Europa» de los GLI abarcan Ucrania pero no Rusia. No obstante, las LBS abarcan ambos países. Pueden consultarse más abajo detalles sobre las posiciones transfronterizas frente a las economías emergentes europeas, incluida Rusia, extraídos de las LBS.

## Activos transfronterizos frente a economías de mercado emergentes seleccionadas

Variación porcentual anual<sup>1</sup>

Gráfico 8



<sup>1</sup> Calculada como la suma de las variaciones ajustadas por tipo de cambio y rupturas en las series durante los cuatro trimestres previos, dividida entre la cantidad en circulación un año antes.

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

emergentes de Asia. Durante el primer trimestre de 2015, el crédito transfronterizo a las economías emergentes de Asia disminuyó en 53 000 millones de dólares, ralentizándose la tasa de crecimiento anual a casi cero tras varios años de fuerte crecimiento. Este descenso en los activos frente a mercados emergentes de Asia respondió principalmente a la contracción de 56 000 millones de dólares de los activos transfronterizos frente a China, reduciendo a cero el crecimiento interanual de los activos frente a este país (Gráfico 8, panel izquierdo). La última contracción del crédito a China, impulsada por una disminución de 64 000 millones de dólares en los activos transfronterizos frente a bancos, colocó el volumen total de activos en circulación frente al país en 963 000 millones de dólares a finales de marzo de 2015. El recuadro que sigue analiza en mayor detalle las variaciones en los flujos bancarios denominados en dólares y renminbis, hacia y desde China, en los primeros meses de 2015.

Sin embargo, el crédito transfronterizo dirigido hacia otras economías emergentes de Asia repuntó en el primer trimestre de 2015. El crédito transfronterizo frente a la India aumentó en 8 000 millones de dólares y el concedido a Corea en 3 000 millones, incrementándose así sus tasas de crecimiento anual al 4% y 1% respectivamente. El crédito transfronterizo a Indonesia se redujo durante el primer trimestre, pero su tasa de crecimiento anual se mantuvo fuerte al 15%.

Los activos transfronterizos frente a América Latina y el Caribe aumentaron en 2 100 millones de dólares entre finales de diciembre de 2014 y finales de marzo de 2015, sobre todo gracias al crecimiento de 1 300 millones de dólares registrado en el crédito a Brasil (Gráfico 8, panel central), mientras que los activos frente a México no variaron durante el primer trimestre de 2015, si bien su tasa de crecimiento anual se situó en el 8%. El crédito a Chile siguió disminuyendo.

El crédito a las economías emergentes de Europa cayó durante los tres primeros meses de 2015, aunque a un ritmo más moderado que en el trimestre

anterior. Los activos transfronterizos frente a Rusia se redujeron en 14 000 millones de dólares durante el primer trimestre de 2015, tras la contracción de 19 000 millones del trimestre anterior. Todo ello aceleró la tasa anual de contracción hasta situarla en el 29% (Gráfico 8, panel derecho). El crédito transfronterizo concedido a Ucrania se redujo en 1 000 millones de dólares durante el primer trimestre de 2015, de modo que su tasa anual de contracción se situó en el 48% a finales de marzo de 2015. En contraste con lo anterior, el crédito transfronterizo a Turquía se incrementó en 4 000 millones de dólares, impulsando así su tasa de crecimiento anual al 9%. Por otra parte, los activos transfronterizos frente a Hungría y la República Checa aumentaron ligeramente.

## Títulos de deuda internacionales

La emisión neta en los mercados de títulos de deuda internacionales aumentó hasta los 225 000 millones de dólares en el primer trimestre de 2015 y 219 000 millones en el segundo (Gráfico 9). Según las IDS, a un nivel de 444 000 millones de dólares, la emisión en el primer semestre del 2015 se situó un 49% y un 26% por encima de la registrada en el segundo y primer semestre de 2014 respectivamente. El ritmo de la emisión neta en las economías avanzadas, que se situó en 247 000 millones de dólares, fue muy superior al de los últimos años (Gráfico 9, panel inferior izquierdo). Los prestatarios de las EME emitieron 137 000 millones de dólares, lo que supuso un ritmo más lento que el de los últimos años (Gráfico 9, panel inferior derecho). Los centros extraterritoriales y organizaciones internacionales fueron los responsables del resto de la emisión.

La emisión fue particularmente fuerte entre las entidades no financieras, que supusieron el 64% (285 000 millones de dólares) del total en el primer semestre de 2015<sup>9</sup>. A la cabeza se encontraron los emisores de las economías avanzadas. Las entidades no financieras estadounidenses realizaron emisiones de títulos de deuda internacionales por valor de 93 000 millones de dólares durante el primer semestre, lo que se compara con 124 000 millones en todo 2014 y 71 000 millones en 2013. En cambio, la emisión por parte de entidades no financieras de EME tan solo ascendió a 75 000 millones de dólares en el primer semestre de 2015, frente a los 161 000 millones de todo 2014 y los 189 000 millones de 2013. La emisión neta por parte de entidades no financieras chilenas aumentó durante el primer semestre, mientras que la emisión de entidades no financieras chinas se estancó y las de Brasil y Corea se volvieron negativas en términos netos.

Los emisores de bonos hicieron un uso creciente del euro. En el primer semestre de 2015, la emisión neta en euros ascendió a un total de 78 000 millones de dólares en bonos y pagarés y 41 000 millones de dólares en instrumentos del mercado monetario, frente a las cifras de 2014 cuando la emisión neta de títulos del mercado monetario ascendió a 9 000 millones de dólares y se recompraron bonos y pagarés por un valor neto de 27 500 millones de dólares. Los emisores de las economías avanzadas de fuera de la zona del euro se mostraron especialmente activos en los mercados denominados en euros (Gráfico 10, paneles izquierdos). Las

<sup>9</sup> Las cifras sectoriales que se analizan aquí y quedan recogidas en el Gráfico 9 difieren en cierta medida de las del Cuadro 12 (Table 12) del *BIS Statistical Bulletin*, ya que las cifras del Gráfico 9 se basan en el sector del emisor último (empresa matriz), mientras que las del Cuadro 12 hacen referencia al emisor inmediato (que podría ser la filial financiadora de una empresa no financiera).

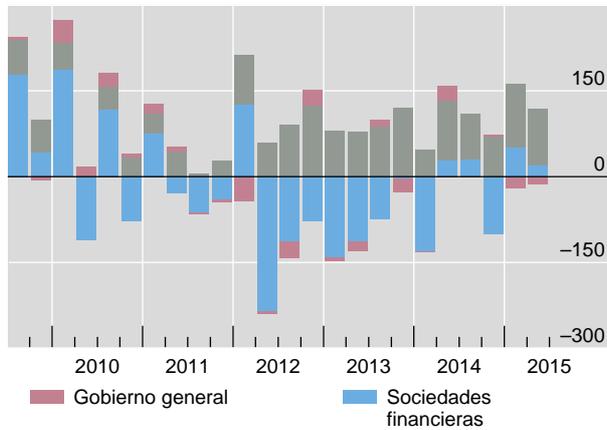
## Títulos de deuda internacionales<sup>1</sup>

En miles de millones de dólares de EEUU

Gráfico 9

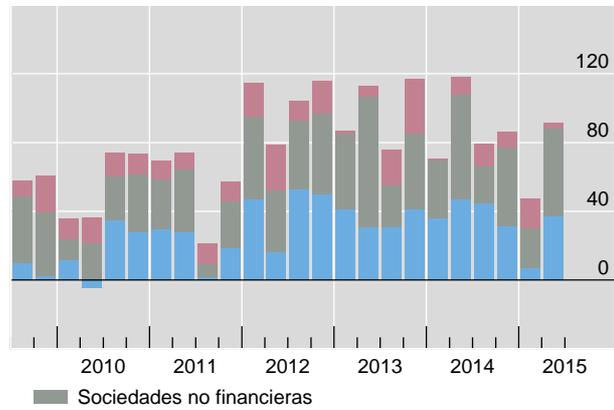
### Economías avanzadas

#### Emisión neta

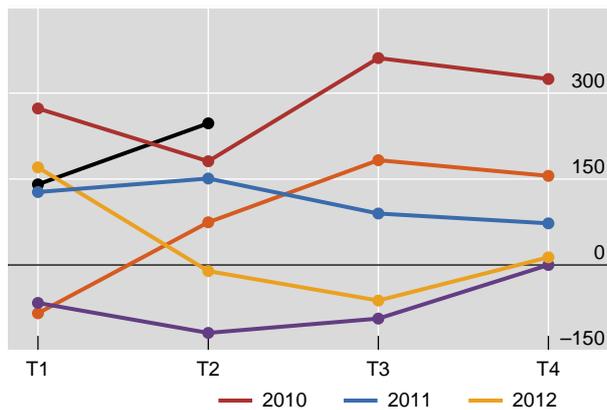


### Economías de mercado emergentes<sup>2,3</sup>

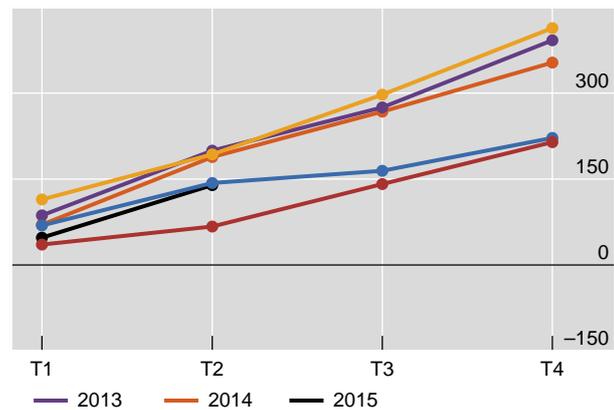
#### Emisión neta



#### Emisión neta acumulada<sup>4</sup>



#### Emisión neta acumulada<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Todos los emisores, todos los vencimientos, por nacionalidad del emisor. <sup>2</sup> Véase una lista de países en *BIS Statistical Bulletin*. «Sectores» hace referencia a las matrices de los emisores. Para más información sobre la clasificación, véase «Introducción a las estadísticas del BPI», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre 2015. <sup>3</sup> Incluye Hong Kong RAE, Japón y Singapur. <sup>4</sup> Emisión trimestral neta acumulada.

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

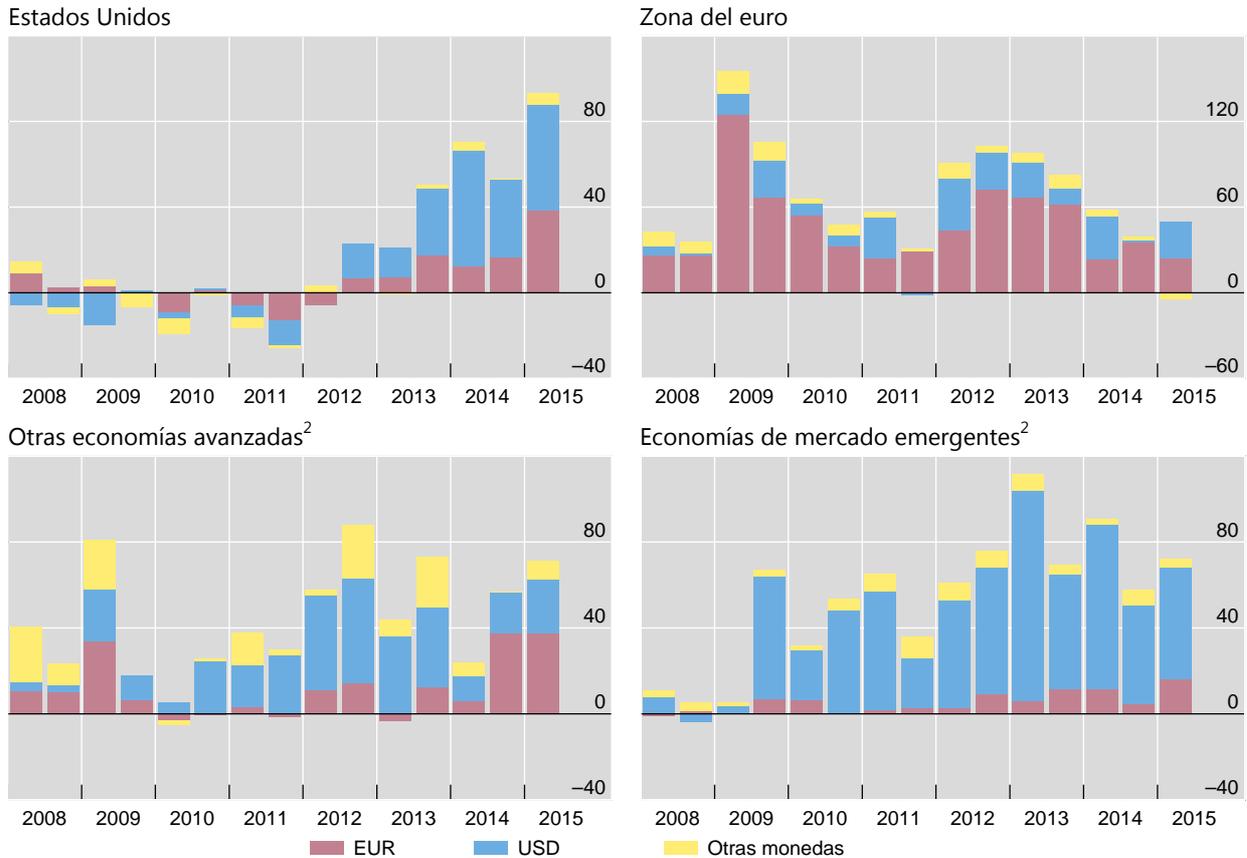
empresas no financieras con sede en Estados Unidos emitieron (en términos netos) títulos de deuda denominados en euros por valor de 24 000 millones de dólares durante el primer trimestre de 2015 y 14 000 millones en el segundo, tras una emisión neta de tan solo 29 000 millones de dólares en todo 2014. Entre otros se incluía una serie de emisiones «reverse yankee» en el mercado europeo. Los emisores de las EME, en cambio, continuaron confiando principalmente en el dólar, pero aun así también creció su emisión denominada en euros hasta los 16 000 millones de dólares en el primer semestre de 2015, lo que se compara con los 16 000 millones de todo 2014 (Gráfico 10, panel inferior derecho).

Ante la permanencia de tasas a largo plazo bajas, pero vislumbrándose el endurecimiento monetario, los emisores internacionales movieron ficha para ampliar los vencimientos en 2015 (Gráfico 11). Para los emisores de economías avanzadas, el vencimiento medio ponderado de emisiones nuevas aumentó de 10 años a finales de 2014 hasta casi 11 años a mediados de 2015. Los vencimientos también aumentaron en el caso de emisores de EME, pasando de 8,7 años en 2014

## Títulos de deuda internacionales<sup>1</sup>

Emisión neta, en miles de millones de dólares de EEUU

Gráfico 10



<sup>1</sup> Sedes no financieras, por nacionalidad del emisor. <sup>2</sup> Véase una lista de países en *BIS Statistical Bulletin*.

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

a 11,0 años hasta el momento en 2015, incluso pese a que disminuyera el ritmo de emisiones nuevas.

## Indicadores de alerta temprana

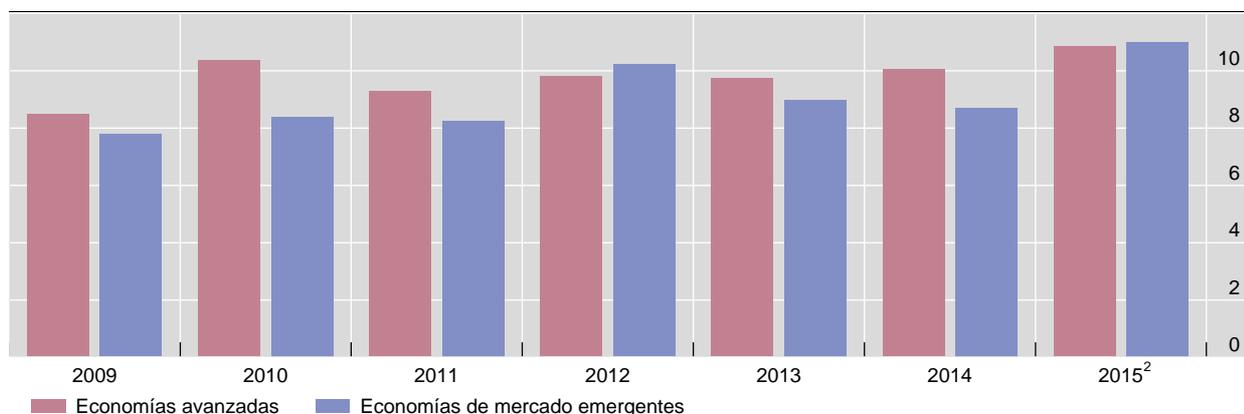
Los indicadores de alerta temprana de la tensión bancaria reflejaron los riesgos asociados a un fuerte crecimiento del crédito (Cuadro 1). La brecha crédito/PIB (la desviación del crédito al sector privado de su tendencia a largo plazo) se situó muy por encima del 10% en Brasil y China. Este cociente también fue superior al 10% para una serie de países que no se mencionan por separado en el Cuadro 1, entre ellos Indonesia, Singapur y Tailandia (estos países se incluyen en la categoría «Asia», en la línea 2 del Cuadro 1). En el pasado, dos tercios de todos los registros por encima de este umbral vinieron seguidos de serios problemas bancarios en los tres años siguientes<sup>10</sup>.

<sup>10</sup> Véase M. Drehmann, C. Borio y K. Tsatsaronis, «Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates», *International Journal of Central Banking*, vol 7(4), diciembre 2011.

## Vencimiento medio ponderado de nuevos títulos colocados en los mercados internacionales<sup>1</sup>

En años

Gráfico 11



<sup>1</sup> Sedes no financieras, por nacionalidad del emisor. <sup>2</sup> Títulos colocados entre enero-junio de 2015.

Fuente: Dealogic.

Los coeficientes estimados de servicio de la deuda también apuntaban a riesgos continuados<sup>11</sup>. Es cierto que, pese al rápido crecimiento del crédito, las bajas tasas de interés han mantenido los DSR en torno a sus niveles a largo plazo en la mayoría de los países. Aun así, se produjeron algunas excepciones notables: los hogares y las empresas de Brasil, China y Turquía, por ejemplo, gastaron en el servicio de su deuda bastante más que en el pasado. En términos más generales, no obstante, un incremento en las tasas de interés empujaría al alza los DSR en toda una serie de EME, sobre todo de Asia (Cuadro 1, última columna). Debería tenerse en cuenta que los impactos en el DSR incluidos en el Cuadro 1 son estimaciones «estáticas» que asumen una repercusión inmediata de las variaciones de las tasas de interés en los DSR, y no tienen en cuenta las formas en que prestatarios y prestamistas responderían a dichas variaciones, por ejemplo cambiando los vencimientos de la deuda, amortizando sus obligaciones u otras medidas.

<sup>11</sup> Véase M. Drehmann, A. Illes, M. Juselius y M. Santos, «¿Qué proporción de ingresos se utiliza para el pago de la deuda? Una nueva base de datos para coeficientes de servicio de la deuda», en esta edición del *Informe Trimestral del BPI*.

## Los indicadores de alerta temprana de crisis bancarias locales señalan riesgos futuros<sup>1</sup>

Cuadro 1

	Brecha crédito-PIB <sup>2</sup>	Brecha de precios inmobiliarios <sup>3</sup>	Coefficiente de servicio de la deuda (DSR) <sup>4</sup>	DSR si las tasas de interés aumentan en 250 pb <sup>4,5</sup>
Alemania	-5,9	9,7	-1,8	0,1
Asia <sup>6</sup>	18,3	10,4	2,0	4,3
Australia	1,6	1,5	0,7	4,5
Brasil	15,7	-5,2	4,6	6,3
Canadá	6,5	6,3	1,7	5,5
China	25,4	-6,3	5,8	9,1
Corea	3,4	4,2	0,1	3,8
España	-39,1	-26,6	-2,2	0,8
Estados Unidos	-12,5	0,9	-1,8	0,7
Europa central y oriental <sup>7</sup>	-11,2	7,1	1,2	2,7
Francia	5,7	-11,7	1,4	4,5
Grecia	-7,4	4,6		
India	-3,4		2,1	3,2
Italia	-9,8	-17,2	0,8	3,0
Japón	5,2	13,3	-2,2	0,6
México	6,0	-4,0	0,3	0,9
Países Bajos	-14,7	-19,2	1,6	6,5
Países nórdicos <sup>8</sup>	1,5	2,6	1,7	5,9
Portugal	-29,7	7,6	-0,5	2,9
Reino Unido	-29,0	-3,1	-1,7	1,2
Sudáfrica	-2,1	-6,2	-0,9	0,4
Suiza	9,3	11,6	0,4	3,6
Turquía	16,6		4,1	5,7
<i>Leyenda</i>	<i>Brecha crédito/PIB &gt;10</i>	<i>Brecha de precios inmobiliarios &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>

<sup>1</sup> 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 las predicciones erróneas fuera de dicho horizonte. Las celdas beige para la brecha crédito/PIB se basan en las orientaciones para los colchones 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(4), 2011. Para los DSR, 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 2012. Medias simples para agregados por países. <sup>2</sup> 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 400000. <sup>3</sup> Desviación, en porcentaje, de los precios reales de los inmuebles residenciales con respecto a su tendencia de largo plazo calculada con un filtro HP asimétrico, utilizando un factor de suavización de 400000. <sup>4</sup> Consúltense información sobre las series y la metodología de los DSR en [www.bis.org/statistics/dsr.htm](http://www.bis.org/statistics/dsr.htm). Diferencia, en puntos porcentuales, de los DSR 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%. <sup>5</sup> Suponiendo que las tasas de préstamo se incrementan 2,5 puntos porcentuales y que el resto de componentes de los DSR permanecen fijos. <sup>6</sup> Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia; Filipinas y Singapur se excluyen para el DSR y su previsión. <sup>7</sup> Bulgaria, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Rusia; para la brecha de los precios inmobiliarios se excluye la República Checa y Rumania; para el DSR y su previsión, se excluye Bulgaria, Estonia, Letonia, Lituania y Rumania. <sup>8</sup> Finlandia, Noruega y Suecia.

Fuentes: datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.

## Salidas de capitales desde China a través de los bancos declarantes al BPI en el primer trimestre de 2015

*Robert N. McCauley*

Las salidas de capitales desde China generan intensos debates y muchos análisis se basan en la aparente disminución de las reservas oficiales en moneda extranjera. No obstante, la medición de los flujos de salida de capitales a partir de los descensos en las reservas en moneda extranjera no contempla los cambios en las valoraciones debidos a variaciones en el tipo de cambio dólar/euro. Además, las reservas oficiales se pueden utilizar para financiar inversiones en dólares, por ejemplo en nuevos bancos multilaterales de desarrollo<sup>①</sup>.

Ahora bien, las estadísticas bancarias territoriales internacionales del BPI muestran unas salidas netas de 109 000 millones de dólares en el primer trimestre de 2015 desde bancos de China hacia bancos fuera de China. Esto ha ejercido una presión a la baja sobre el renminbi y, dada la estrecha gestión de la moneda, sobre las reservas oficiales. Este recuadro muestra cómo el debilitamiento de los incentivos para mantener posiciones en renminbis produjo la salida neta tanto en moneda extranjera como en renminbis del primer trimestre. Estos resultados dan pistas sobre lo que podría ocurrir en el tercer trimestre, en el que China cambió su política de tipos de cambio.

En el primer trimestre de 2015, se fueron reduciendo los incentivos para posicionarse en largo en renminbis y en corto en dólares. En primer lugar, las autoridades chinas continuaron el ciclo de relajación monetaria que se iniciara en noviembre recortando las tasas de los depósitos administrados. En segundo lugar, se permitió que el renminbi se depreciara frente al dólar, pasando de menos de 6,2 por dólar a más de 6,25 a mediados de marzo. Como resultado, aumentó la volatilidad del tipo de cambio implícita en las opciones. En definitiva, el diferencial de la tasa de interés se redujo y aumentó el coste de asegurarse ante la posibilidad de más depreciaciones, debilitándose así los incentivos para las posiciones largas en renminbis.

A modo ilustrativo, consideremos una multinacional china hipotética con su balance parcialmente en China y parcialmente fuera de China<sup>②</sup>. En China, la empresa toma dinero prestado y realiza depósitos tanto en renminbis como en moneda extranjera. Su deuda en moneda extranjera en su país supera sus depósitos en moneda extranjera en el mismo. Fuera de China, su deuda en moneda extranjera también es mayor que sus depósitos en moneda extranjera, pero los depósitos en renminbis son mayores que la deuda en renminbis.

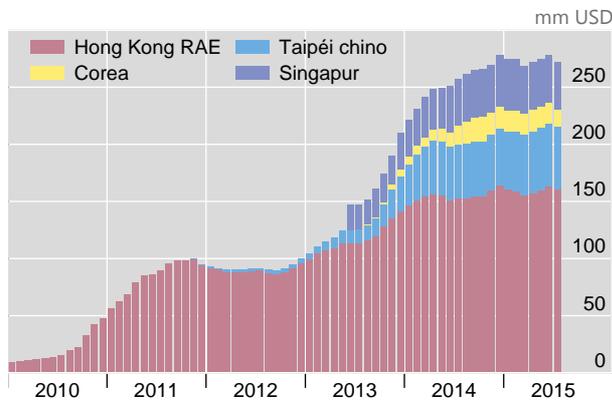
Ante los menores incentivos, si la multinacional hubiese querido reducir sus posiciones largas en renminbis y cortas en moneda extranjera, ¿qué hubiera hecho? La empresa necesita reducir sus pasivos netos en moneda extranjera al tiempo que se deshace de depósitos en renminbis. Un lugar donde puede realizar estos ajustes es en la propia China. Según el Banco de la República Popular de China (PBoC), los depósitos en moneda extranjera en los bancos chinos aumentaron en 83 000 millones de dólares durante el primer trimestre, mientras que el crecimiento de los créditos concedidos en moneda extranjera se ralentizó hasta situarse en tan solo 34 000 millones de dólares<sup>③</sup>. Así pues, la multinacional de nuestro ejemplo podría haber reducido su deuda neta en moneda extranjera incrementando sus depósitos en moneda extranjera en China. Como resultado, los bancos en China experimentarían una entrada neta de moneda extranjera de 49 000 millones de dólares. Si los bancos chinos, a su vez, colocaran el exceso de moneda extranjera en bancos del resto del mundo, los bancos declarantes al BPI registrarían el correspondiente incremento de sus pasivos frente a bancos de China. Efectivamente, crecieron los pasivos de los bancos declarantes al BPI frente a los bancos chinos en 46 000 millones de dólares durante el primer trimestre.

Otra alternativa para la empresa sería ajustar su posición fuera de China. Por ejemplo, su departamento de Tesorería podría reducir sus depósitos en renminbis en un banco extraterritorial. De hecho, el total de depósitos en renminbis en bancos de Hong Kong RAE, Taipéi chino, Singapur y Corea se redujo en 10 000 millones de dólares en el primer trimestre de 2015 (Gráfico A). O bien podría liquidar pagarés estructurados relacionados con el tipo renminbi/dólar que imponen al banco contraparte detentar renminbis como cobertura frente a fluctuaciones en el valor de la moneda de dichos pagarés. Esta liquidación no quedaría reflejada en los datos sobre depósitos no bancarios. Afortunadamente, el PBoC declara ahora el total de depósitos en renminbis detentados por el resto del mundo en bancos de China<sup>④</sup>. Según el PBoC, estos depósitos se comprimieron en 57 000 millones de dólares, lo que reflejaría tanto la reducción de 10 000 millones en los depósitos en renminbis como una menor demanda de renminbis por parte de los bancos, bien debido a transacciones de los clientes o al posicionamiento de los bancos de sus propios fondos. Sea cual sea el origen, esta salida de renminbis por valor de 57 000 millones de

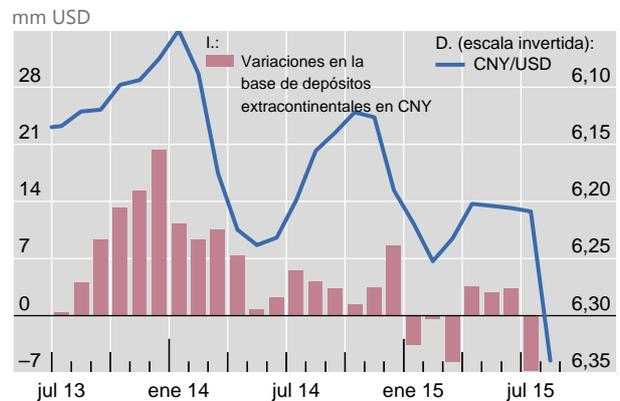
## Depósitos en renminbis fuera de China y tipo de cambio renminbi/dólar

Gráfico A

Los depósitos en renminbis fuera de China han aumentado y se han extendido



Los depósitos en renminbis fuera de China responden al tipo de cambio CNY/USD



Datos mensuales para Singapur en base a datos trimestrales.

Fuentes: Banco de la República Popular de China; Autoridad Monetaria de Hong Kong; Banco de Corea; Autoridad Monetaria de Singapur; Bloomberg; CEIC.

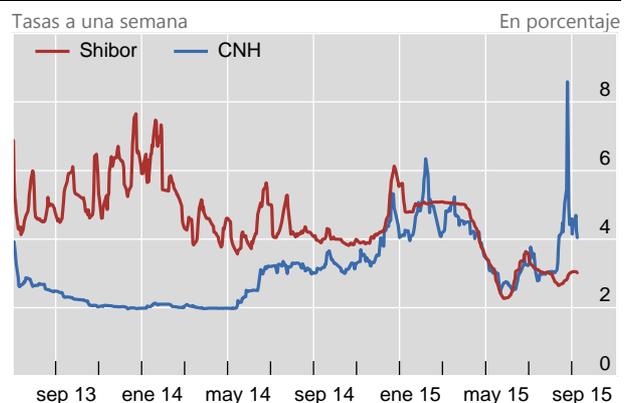
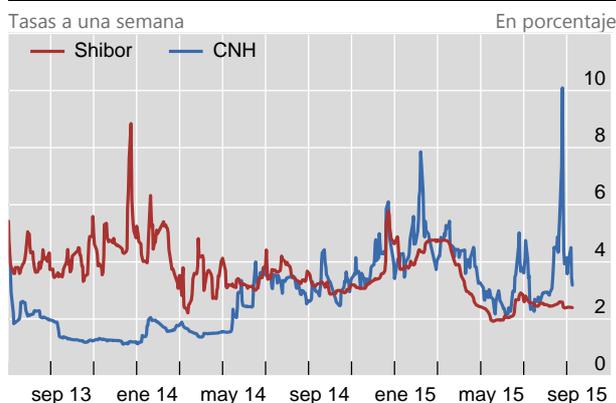
dólares explica la mayor parte de la caída de 63 000 millones de dólares de los activos frente a bancos en China registrada por los bancos declarantes al BPI.

Así pues, acumulando depósitos en moneda extranjera en China (49 000 millones de dólares) y reduciendo posiciones largas en renminbis fuera de China (57 000 millones), nuestra multinacional podría generar transacciones que resultarían en una salida neta de los bancos de China de casi 109 000 millones de dólares. El que gran parte de ese flujo de salida esté denominado en renminbis supone un avance en el uso transfronterizo de esta moneda, pero también indica que dicho uso ha dependido de unos diferenciales de rentabilidad y expectativas de tipos de cambio favorables.

Evidentemente la realidad es mucho más compleja que este ejemplo de un único actor ajustando su posición renminbi/dólar dentro y fuera de sus fronteras. De hecho, las entidades no bancarias chinas tomaron prestados 7 000 millones de dólares más de los bancos declarantes al BPI durante el trimestre. Esto se contabiliza como entrada de capitales, así que la salida neta de entidades bancarias y no bancarias chinas fue de 102 000 millones de dólares en el primer trimestre de 2015. Otras entidades, como pequeñas y medianas empresas en Hong Kong RAE

## Rentabilidades del renminbi continental y extracontinental en el mercado de dinero

Gráfico B



Fuente: Bloomberg.

y Taipéi chino, también se han posicionado en largo en renminbis y en corto en dólares, y podrían también haber deshecho estas posiciones en el primer trimestre de 2015<sup>①</sup>.

Los datos del segundo trimestre sugieren que estos movimientos se revirtieron en parte, en un contexto de estabilidad del tipo de cambio renminbi/dólar. En China, los pasivos netos en moneda extranjera crecieron en 19 000 millones de dólares. Los datos del PBoC muestran una recuperación de 15 000 millones de dólares de los depósitos en renminbis en China por parte del resto del mundo. Esto reflejaría en parte la recuperación de 10 000 millones de dólares de los depósitos fuera de la China continental en el segundo trimestre (Gráfico A, panel derecho).

En el tercer trimestre se atenúan los incentivos a posicionarse en largo en renminbis y en corto en dólares. Otro recorte de las tasas de los depósitos estrecha la ventaja de rentabilidad del renminbi, y la reforma de la gestión del renminbi espolea la volatilidad. Así pues, el coeficiente recompensa-riesgo se deteriora, debilitándose el incentivo a mantener dichas posiciones.

De hecho, las rentabilidades aportan evidencia temprana de liquidaciones de depósitos fuera de la China continental en renminbis (Gráfico B). El 25 de agosto, en el momento álgido de las recientes turbulencias en las bolsas y mercados de divisas (véase «Las vulnerabilidades de las EME cobran protagonismo», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2015), las tasas de interés interbancarias del renminbi extracontinental (CNH) en Hong Kong alcanzaron niveles sin precedentes del 10,1% para plazos de una semana y del 8,6% para plazos de un mes, reforzándose así los informes sobre la venta de renminbis. Los datos de agosto sobre depósitos y créditos concedidos en moneda extranjera en bancos chinos, y sobre depósitos fuera de la China continental, proporcionarán los primeros indicios sobre la respuesta ante un perfil riesgo-recompensa alterado de las posiciones en largo en renminbis.

① H. Zhu, «China: the myth of capital outflows», JPMorgan Chase, *Asia-Pacific Economic Research*, 28 julio 2015, calcula una caída ajustada de 15 000 millones de dólares en las reservas chinas en junio 2014–junio 2015. ② V. Bruno y H. S. Shin, «Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis», *BIS Working Papers*, n° 510, agosto 2015. ③ Véase PBoC, «Financial statistics, Q1 2015». ④ Posiciones en el PBoC por bancos de compensación designados o por bancos fuera de la China continental con bancos en China. Consúltense una lista de bancos de compensación en W. Nixon, E. Hatzvi y M. Wright, «The offshore renminbi market and renminbi internationalization», en L. Song, R. Garnaut, C. Fang y L. Johnston (editores), *China's domestic transformation in a global context*, ANU Press, 2015, página 276. ⑤ W. Gu y A. Trivedi, «Yuan's devaluation brings losses for some», *The Wall Street Journal*, 18 agosto 2015.