

Aspectos más destacados de los flujos de financiación mundial¹

El BPI, en colaboración con bancos centrales y autoridades monetarias de todo el mundo, compila y distribuye datos sobre la actividad financiera internacional. Con estos datos, confecciona indicadores de liquidez mundial e indicadores de alerta temprana sobre riesgos de crisis financieras. Este capítulo analiza las tendencias recientes de estos indicadores y resume los últimos datos sobre los mercados bancarios internacionales, disponibles hasta septiembre de 2015, y sobre títulos de deuda internacionales, disponibles hasta diciembre de 2015.

Resumen

- La financiación internacional, medida mediante los indicadores de liquidez mundial del BPI (GLI), se ralentizó en el segundo semestre de 2015. El crédito bancario internacional agregado disminuyó durante el tercer trimestre en comparación con los niveles registrados un año antes. El volumen total de títulos de deuda internacionales creció durante los 12 meses hasta diciembre de 2015, pero a un ritmo inferior al de años anteriores.
- El crédito en dólares estadounidenses a prestatarios no bancarios de fuera de Estados Unidos se situó en 9,8 billones de dólares en septiembre de 2015, permaneciendo prácticamente inalterado respecto del dato anterior registrado en junio. El endeudamiento en dólares por entidades no bancarias de las economías de mercado emergentes (EME) se situó en 3,3 billones de dólares, de nuevo casi igual que en junio. Fue la primera ocasión desde 2009 en que no aumentó.
- La cantidad total de activos transfronterizos cayó por segundo trimestre consecutivo, debido principalmente a la disminución de los activos frente a las principales EME. La contracción global por valor de 157 000 millones de dólares entre finales de junio y finales de septiembre de 2015 fue menor que la del trimestre anterior y situó los activos vigentes en 27 billones de dólares. Los activos transfronterizos de los bancos frente a las EME se redujeron en 141 000 millones de dólares en el tercer trimestre, es decir, un 6% interanual. Este retroceso se debió principalmente a la evolución de los activos frente a las economías emergentes de Asia y China en particular, mientras que los activos frente a otras EME variaron relativamente poco.

¹ Los autores de este artículo son Ben Cohen (ben.cohen@bis.org), Cathérine Koch (Catherine.Koch@bis.org) y Gianpaolo Parise (Gianpaolo.Parise@bis.org). El apoyo estadístico ha estado a cargo de Kristina Bektyakova, Bat-el Berger y Anamaria Illes.

- El total de títulos de deuda internacionales en circulación disminuyó un 0,2% en el cuarto trimestre de 2015, superando las amortizaciones a las nuevas emisiones en 47 000 millones de dólares.
- La contracción se debió sobre todo a una emisión débil por parte de las entidades financieras de las economías avanzadas. La emisión neta de las EME se mantuvo relativamente estable.
- El euro ganó popularidad como moneda de denominación entre los emisores no financieros con sede en Estados Unidos, cuya emisión neta en euros durante el cuarto trimestre supuso el 48% del total de la emisión en el país.

El crédito mundial se ralentiza

El total de crédito internacional se ralentizó en el tercer trimestre de 2015. Los activos bancarios internacionales agregados² se contrajeron un 0,8% respecto de la cifra registrada un año antes (Gráfico 1, panel superior). La disminución de los activos interbancarios contrarrestó un crecimiento positivo, aunque ralentizado, de los activos bancarios frente a prestatarios no bancarios. Esta circunstancia supuso la primera contracción manifiesta de los activos bancarios internacionales desde el primer trimestre de 2014. La emisión de títulos de deuda internacionales³ fue más estable. El total de títulos en circulación se redujo ligeramente en el cuarto trimestre de 2015 respecto del tercero, pero aun así fue un 2,3% superior al nivel del año anterior (Gráfico 1, panel inferior)⁴.

No obstante, tal y como se comentará más adelante, la emisión de títulos de deuda procedente de las economías emergentes, aunque positiva en términos netos, fue notablemente inferior en el segundo semestre del año. La emisión internacional siguió estando dominada por el sector no bancario⁵.

Esta evolución del crédito bancario y las emisiones de deuda a nivel internacional es significativa porque podría marcar un punto de inflexión en la liquidez mundial, entendida en sentido amplio como la facilidad para obtener financiación en los mercados financieros internacionales⁶. Las épocas de abundante financiación internacional tienden a coincidir con actitudes exuberantes frente al riesgo, como reflejan, por ejemplo, unos niveles relativamente bajos del índice VIX, que mide las

² Los activos bancarios internacionales engloban los activos transfronterizos de los bancos y sus activos locales en moneda extranjera.

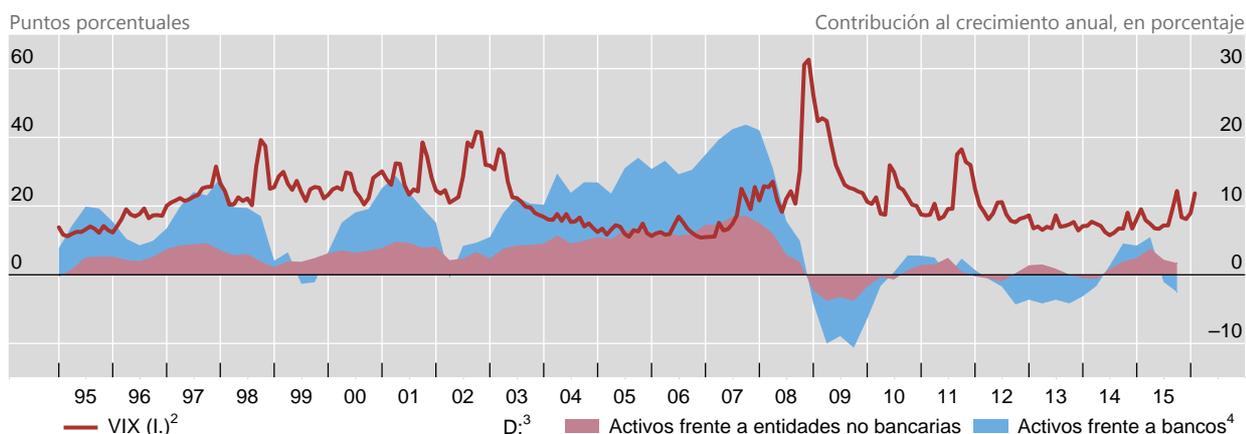
³ Los títulos de deuda internacionales incluyen bonos e instrumentos del mercado monetario emitidos fuera del mercado local del emisor.

⁴ Los paneles superior e inferior del Gráfico 1 no son estrictamente comparables. En el panel superior, el crédito bancario se calcula en base al lugar de residencia, de manera similar a las cifras de la balanza de pagos. En el inferior, se recogen los títulos de deuda emitidos en los mercados internacionales, algunos de los cuales pueden haber sido adquiridos por residentes. Existe cierto solapamiento, ya que los bancos detentan cantidades sustanciales de títulos de deuda internacionales en sus carteras.

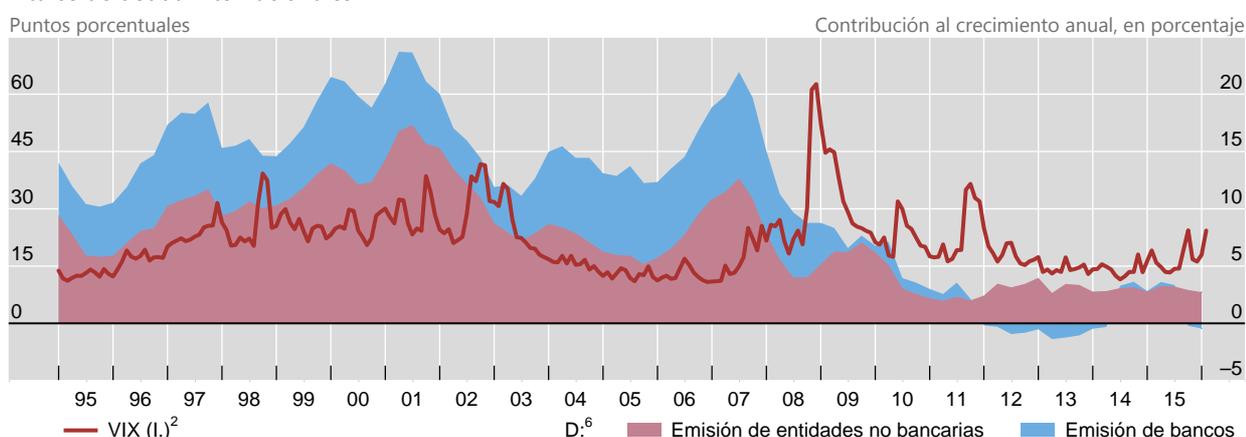
⁵ Estas cifras agregadas, así como las que se muestran en los Gráficos 2, 3 y 5, forman parte de los GLI de los que el BPI realiza un seguimiento. Puede obtener información adicional sobre los GLI en www.bis.org/statistics/gli.htm.

⁶ Los GLI se describen en Comité sobre el Sistema Financiero Global (2011): «*Global liquidity – concepts, measurement and policy implications*», CGFS Papers, nº 45, noviembre de 2011 (<http://www.bis.org/publ/cgfs45.htm>). El análisis de los datos y la labor de investigación en torno a la liquidez mundial puede consultarse en la página web del BPI: <http://www.bis.org/statistics/gli.htm>.

Activos bancarios internacionales¹



Títulos de deuda internacionales⁵



Puede consultar más información sobre los indicadores de liquidez mundial en www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Suma de los activos transfronterizos y activos locales en moneda extranjera de los bancos que participan en las LBS. ² Índice de volatilidad implícita del S&P 500 en el Mercado de Opciones de Chicago (CBOE); desviación típica, en puntos porcentuales por año. ³ Contribución a la variación porcentual anual del crédito a todos los sectores. ⁴ Incluye transacciones intragrupo. ⁵ Todos los instrumentos, vencimientos y países. En base al emisor directo. ⁶ Contribución a la variación porcentual anual de los importes vigentes en todos los sectores.

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

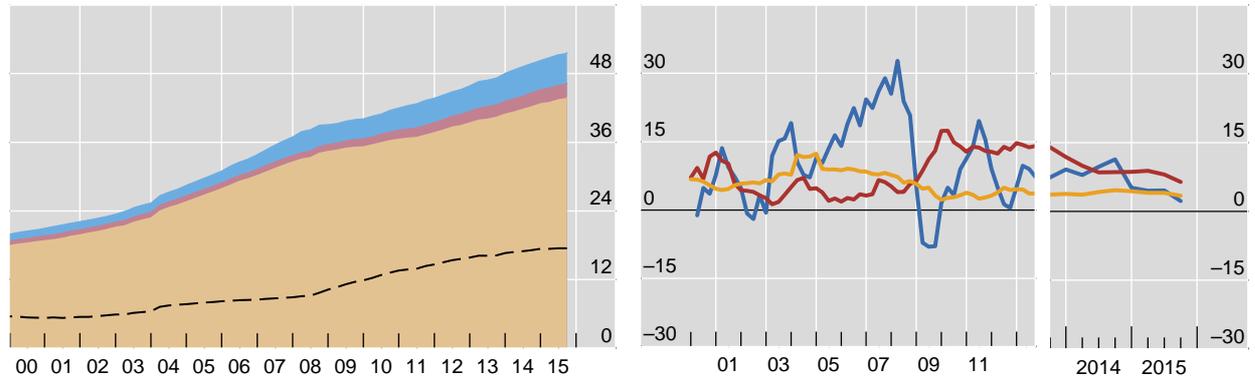
expectativas de volatilidad del mercado en base a los precios de las opciones (Gráfico 1). Más concretamente, el endeudamiento en divisas podría generar descaldes de monedas y utilizarse para financiar *carry trades* insostenibles. Al mismo tiempo, a medida que el crecimiento se frena en algunas de las economías emergentes más grandes, la menor demanda de crédito también ha hecho mella en la ralentización de la financiación internacional.

De hecho, el volumen en circulación de crédito en dólares y euros concedido a no residentes distintos de entidades financieras se estancó en el tercer trimestre. El total de crédito en dólares estadounidenses a prestatarios no financieros de fuera de Estados Unidos permaneció eminentemente estable en un nivel de 7,9 billones de dólares durante el segundo y tercer trimestres (Gráfico 2, paneles superiores). Cuando se incorporan los prestatarios financieros no bancarios, esa cantidad asciende a

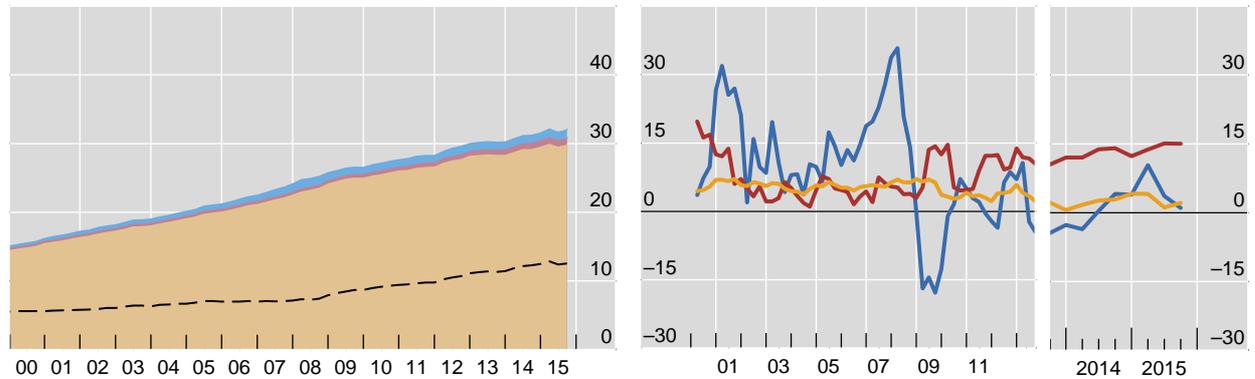
Importes vigentes¹ (bill USD)

Variación anual (en porcentaje)

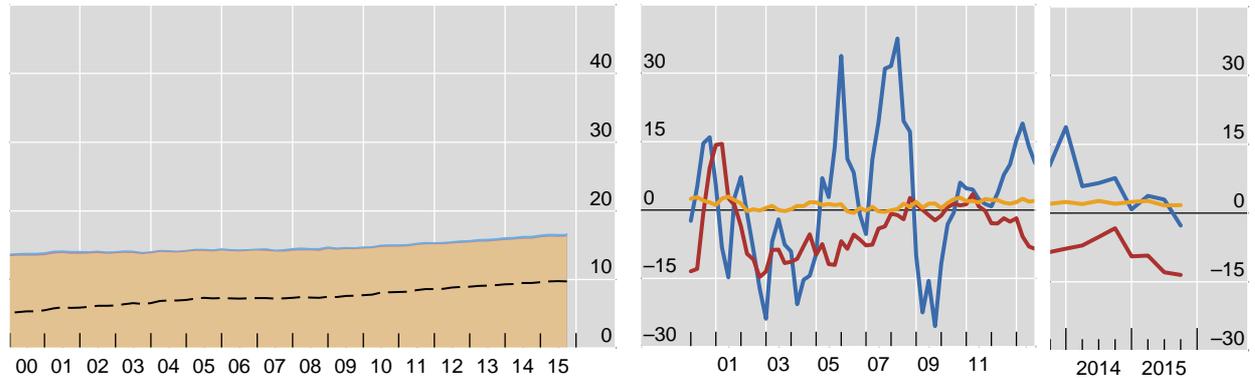
Crédito denominado en USD



Crédito denominado EUR



Crédito denominado en JPY



Crédito a residentes²
 Crédito a no residentes:

 Del cual:

 Títulos de deuda³
 Préstamos⁴

 Crédito al gobierno

Puede consultar más información sobre los indicadores de liquidez mundial en www.bis.org/statistics/gli.htm.

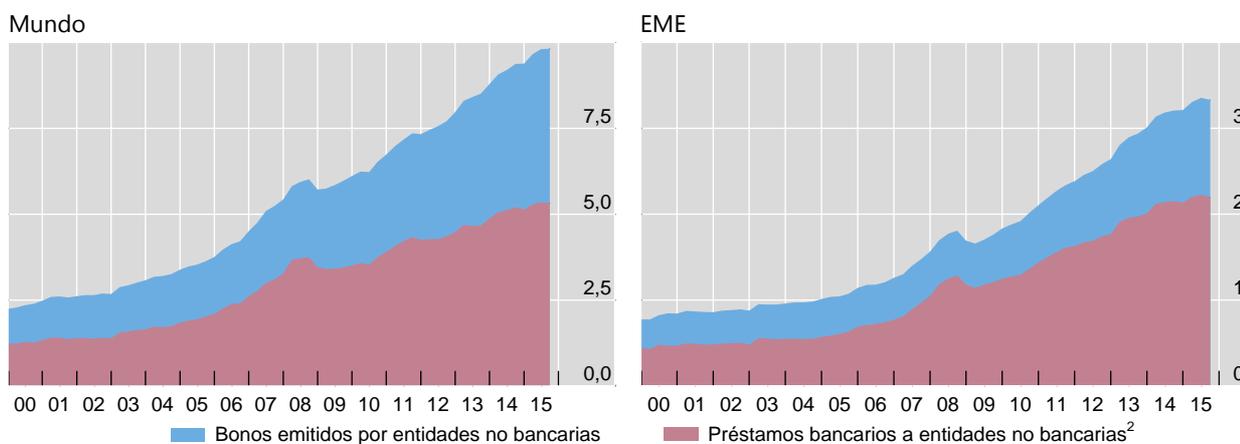
¹ Importes pendientes a finales del trimestre. Los importes denominados en monedas distintas del dólar de Estados Unidos se convierten a dicha moneda al tipo de cambio imperante a finales de septiembre de 2015. ² Crédito a prestatarios no financieros residentes en Estados Unidos, zona del euro o Japón. Las cuentas financieras nacionales se ajustan utilizando las estadísticas bancarias y sobre títulos del BPI para excluir el crédito denominado en monedas no locales. ³ Excluye los títulos de deuda emitidos por sociedades de gestión especializada y otras entidades financieras controladas por matrices no financieras. Los títulos de deuda denominados en euros excluyen los emitidos por instituciones de la Unión Europea. ⁴ Préstamos de los bancos que participan en las LBS a prestatarios no bancarios, incluidas entidades financieras no bancarias; engloba préstamos transfronterizos y préstamos locales. Para países que no 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 entonces a entidades no bancarias.

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

Crédito en dólares estadounidenses a entidades no bancarias fuera de EE UU

Importes vigentes, en billones de USD

Gráfico 3



Puede consultar más información sobre los indicadores de liquidez mundial en www.bis.org/statistics/gli.htm.

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

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

9,8 billones de dólares, lo que supone de nuevo una escasa variación en el tercer trimestre respecto del segundo (Gráfico 3, panel izquierdo). El crédito en dólares estadounidenses concedido a entidades no bancarias de economías de mercado emergentes permaneció en torno a los 3,3 billones de dólares (Gráfico 3, panel derecho). Tal y como ocurrió a lo largo de 2015, el crédito en dólares estadounidenses a no residentes evolucionó de forma divergente según fuera bancario o a través de títulos de deuda; mientras el crédito bancario denominado en dólares fuera de Estados Unidos se ralentizó ostensiblemente, la emisión de títulos de deuda por parte de no residentes siguió creciendo a buen ritmo (Gráfico 2, panel superior derecho).

El crédito denominado en euros a prestatarios de fuera de la zona del euro tampoco varió, registrando 2,2 billones de dólares frente a prestatarios no financieros y 2,7 billones si se incluyen las entidades financieras no bancarias. El crédito frente a no residentes en yenes japoneses permaneció relativamente bajo, por un total de 392 000 millones de dólares, con contracciones del crédito tanto bancario como a través de títulos de deuda a no residentes durante el tercer trimestre (Gráfico 2, paneles inferiores).

La ralentización en la evolución de las cifras agregadas de crédito internacional que parece haberse producido a finales de 2015, coincidiendo con un acusado aumento del VIX, podría indicar un endurecimiento de las condiciones de financiación externa para las economías de mercado emergentes. Las consecuencias se han dejado sentir recientemente en mercados turbulentos (véase en este *Informe Trimestral* el capítulo «La calma tensa da paso a turbulencias»). La fortaleza del dólar desde mediados de 2014 puede haber contribuido, con efecto retardado, a incrementar la presión sobre los prestatarios para reducir o deshacer estas posiciones. Más recientemente, en países como China, las condiciones más restrictivas se han visto reflejadas en una ralentización o incluso una inversión de

tendencia en algunas categorías de flujos de capital, y en una disminución de las posiciones en divisas (Recuadro 1). Si persisten estas condiciones de liquidez mundial más restrictivas, podrían incrementarse los riesgos para la estabilidad en determinados países, sobre todo en aquellos donde otros indicadores ya apuntan a una intensificación del riesgo de tensión financiera (Recuadro 2).

El resto de este capítulo analiza con mayor detenimiento los patrones de financiación internacional durante el segundo semestre de 2015. La siguiente sección estudia los flujos bancarios internacionales del tercer trimestre, incluyendo un desglose por país y región del prestatario. A continuación, se examina la emisión de títulos de deuda internacionales con datos hasta el cuarto trimestre de 2015. El Recuadro 1 considera la evolución reciente de los flujos de capital hacia y desde China, mientras que el Recuadro 2 examina los indicadores de alerta temprana de tensión bancaria del BPI.

Contracción de los flujos bancarios internacionales, encabezada por las EME

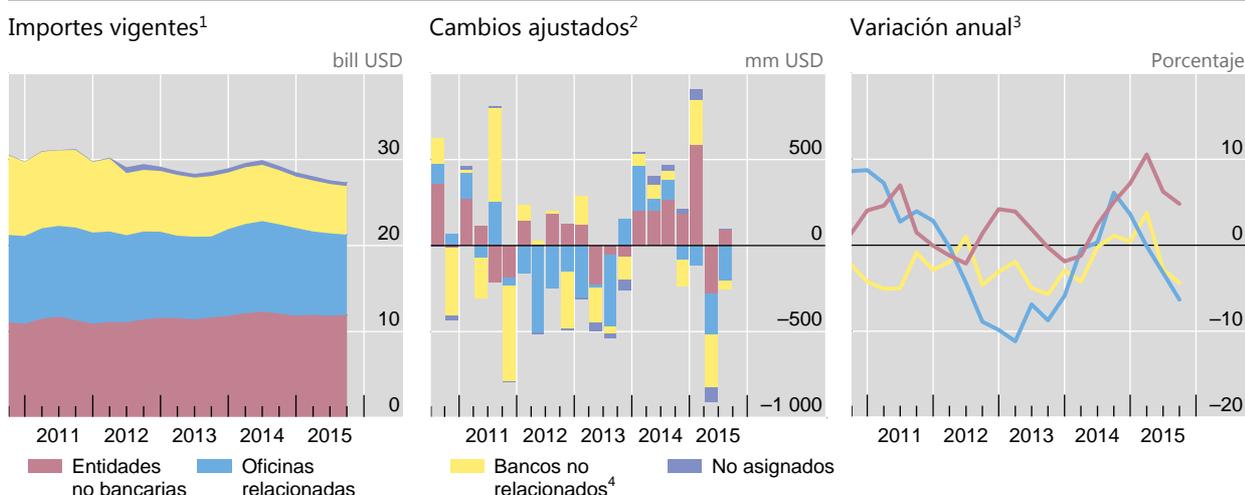
Los activos transfronterizos vigentes de los bancos declarantes al BPI se contrajeron durante el tercer trimestre de 2015 (Gráfico 4, paneles izquierdo y central). Mientras el crédito dirigido a las EME se redujo notablemente, los activos frente a economías avanzadas (EA) permanecieron prácticamente estables.

Los activos transfronterizos disminuyeron en 157 000 millones de dólares tras los pertinentes ajustes por rupturas en las series y variaciones del tipo de cambio⁷. Esta contracción trimestral, que vino a secundar una caída mayor en el segundo trimestre, redujo la cantidad de activos transfronterizos vigentes hasta 27 billones de dólares y empujó la tasa de crecimiento interanual a territorio negativo (-1%).

Los activos transfronterizos frente a entidades bancarias y no bancarias evolucionaron de manera divergente en el tercer trimestre (Gráfico 4, panel derecho). La disminución de la cifra agregada estuvo impulsada por un retroceso de 251 000 millones de dólares en los activos interbancarios. Esto a su vez fue resultado de una contracción de las posiciones intragrupo, que dio lugar a una tasa anual de contracción del 5%. En cambio, los activos transfronterizos frente a entidades no bancarias aumentaron ligeramente.

También hubo divergencias en la tendencia seguida por las economías avanzadas respecto de las emergentes. Los activos transfronterizos agregados frente a economías avanzadas permanecieron prácticamente inalterados durante el tercer trimestre de 2015, situándose en 20 billones de dólares (Gráfico 5, paneles superiores), mientras que frente a las EME se contrajeron en 141 000 millones de dólares (Gráfico 5, paneles inferiores). Los países emergentes de Asia representaron

⁷ Estas cifras se obtienen a partir de las estadísticas bancarias territoriales (LBS), que se estructuran en base a la ubicación de las oficinas bancarias y captan la actividad de todas las oficinas bancarias con actividad internacional en el país declarante, independientemente de la nacionalidad del banco matriz. Los bancos contabilizan sus posiciones en términos no consolidados, incluyendo por tanto las que mantienen frente a sus propias oficinas en otros países. Los cambios trimestrales en las cantidades pendientes se ajustan para tener en cuenta el impacto de las variaciones del tipo de cambio entre el final de uno y otro trimestre, y también las rupturas metodológicas en las series de datos.



Más información sobre estadísticas bancarias territoriales del BPI en www.bis.org/statistics/bankstats.htm.

¹ Al cierre del trimestre. Los importes denominados en monedas distintas del dólar de Estados Unidos se convierten a dicha moneda al tipo de cambio imperante en la fecha de referencia. ² Variación trimestral de los importes vigentes, ajustada por el impacto de la oscilación del tipo de cambio entre finales de trimestres y por rupturas metodológicas en las series de datos. ³ Media geométrica de variaciones porcentuales trimestrales ajustadas. ⁴ Incluye bancos centrales y bancos no asignados por subsector entre intragrupo y bancos no relacionados.

Fuente: Estadísticas bancarias territoriales del BPI.

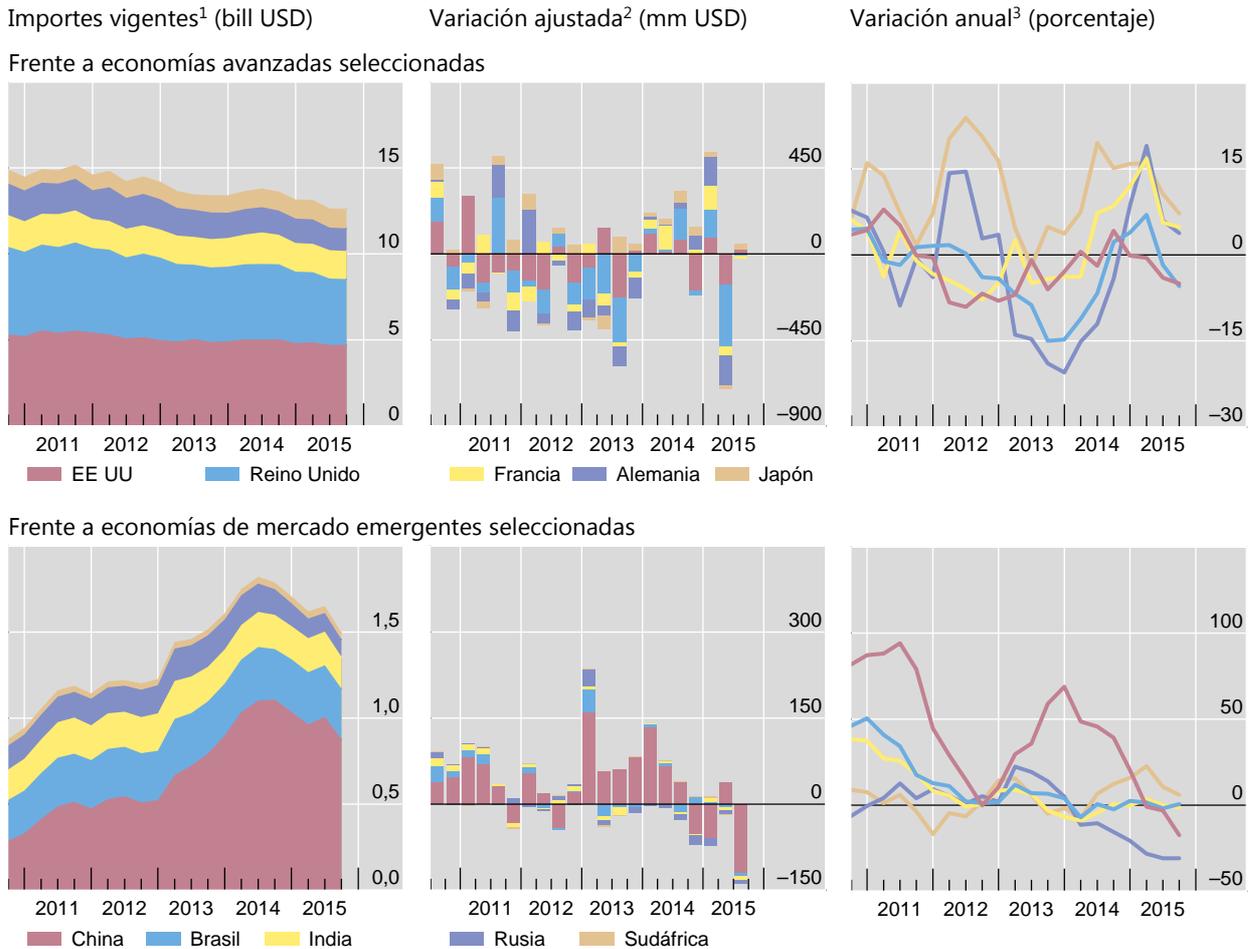
más del descenso total (145 000 millones de dólares), dado que en otras EME hubo un ligero aumento.

Concretamente, los activos transfronterizos frente a China disminuyeron en 119 000 millones de dólares durante el tercer trimestre de 2015, reduciéndose así su volumen vigente hasta los 877 000 millones de dólares, en comparación con el pico de 1,1 billones de dólares a finales de septiembre de 2014. El ritmo anual de contracción se aceleró hasta el -17% a partir de septiembre de 2015. Su principal motor fue una disminución por valor de 100 000 millones de dólares en la actividad interbancaria internacional con China (incluidas las posiciones intragrupo), si bien los activos frente al sector privado no bancario también se redujeron en 19 000 millones de dólares. A finales de septiembre de 2015, el crédito transfronterizo a bancos de China todavía suponía el 61% del total del crédito transfronterizo recibido por el país procedente de países declarantes al BPI, lo que supone una disminución respecto del 68% en los 12 meses anteriores. En términos consolidados, los activos internacionales a corto plazo⁸, con vencimientos residuales de hasta un año, retrocedieron desde su pico de 858 000 millones de dólares alcanzado a mediados de 2014 para situarse en 625 000 millones de dólares a finales de septiembre de 2015.

Los bancos de numerosas economías avanzadas están expuestos a China. Los bancos británicos son los más expuestos, seguidos por los de la zona del euro, Japón y Estados Unidos⁹. La tendencia hacia la reducción de las posiciones *carry trade* (posición corta en dólares estadounidenses y larga en renminbi), abordada en el

⁸ Los activos internacionales recogidos en las estadísticas bancarias consolidadas (CBS) incluyen los datos sobre activos transfronterizos y activos locales en moneda extranjera, y no incorporan ajustes por variaciones del tipo de cambio.

⁹ Véanse más detalles en C Koch, «Préstamo bancario exterior hacia China», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2015.



Más información sobre estadísticas bancarias territoriales del BPI en www.bis.org/statistics/bankstats.htm.

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

Fuente: Estadísticas bancarias territoriales (LBS) del BPI.

Informe Trimestral del BPI de septiembre de 2015, se mantuvo durante el verano y el otoño de 2015 (Recuadro 1).

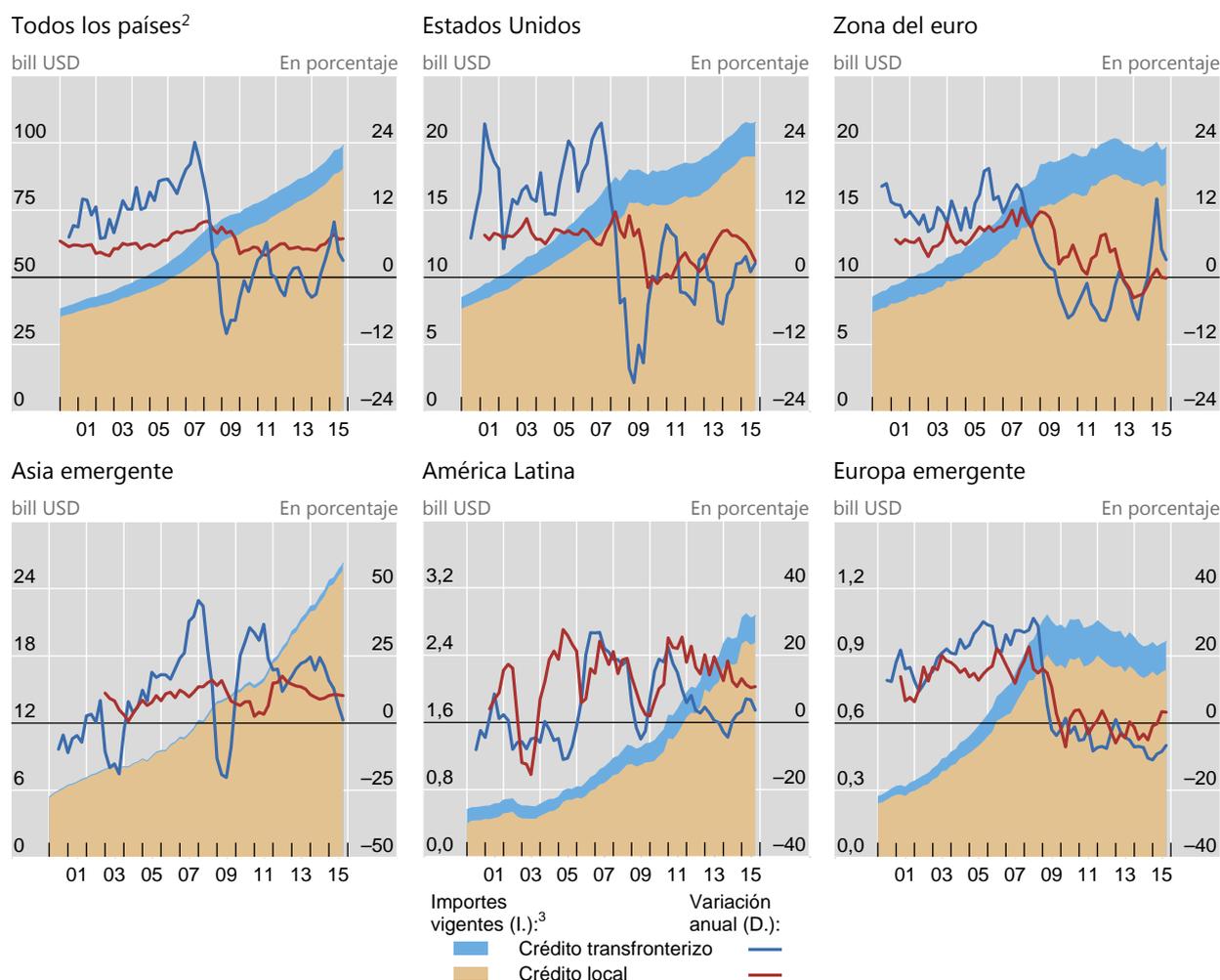
Los activos transfronterizos frente a las economías emergentes de Asia, sin incluir China, se redujeron en 26 000 millones de dólares en el tercer trimestre de 2015, situando la tasa anual de contracción en -5% y el total vigente en 874 000 millones de dólares. El crédito dirigido al Taipéi Chino se contrajo en 8 800 millones de dólares, mientras que los activos transfronterizos frente a Corea lo hicieron en 7 900 millones y las posiciones frente a la India en 5 600 millones. En los doce meses hasta finales de septiembre de 2015, el crédito transfronterizo al Taipéi Chino disminuyó un 20%, mientras el concedido a Corea e India lo hizo en el 7% y el 1% respectivamente.

En general, el flujo de crédito transfronterizo dirigido hacia las otras regiones de EME se mantuvo relativamente estable durante el tercer trimestre de 2015, aunque con tendencias divergentes entre países y regiones (Gráfico 5, paneles inferiores). El crédito transfronterizo a América Latina y el Caribe prácticamente no varió durante el tercer trimestre de 2015. Los activos frente a Brasil, no obstante, disminuyeron en 6 000 millones de dólares, lo que redujo su tasa anual de crecimiento al 1%, mientras

Crédito bancario mundial, por región del prestatario

Crédito transfronterizo más crédito local concedido por los bancos en todas las monedas¹

Gráfico 6



Puede consultar más información sobre los indicadores de liquidez mundial en www.bis.org/statistics/gli.htm.

¹ Activos transfronterizos (frente a entidades no bancarias) de los bancos que participan en las LBS más activos locales (frente a entidades no bancarias) de todos los bancos. Los activos locales proceden de las cuentas financieras nacionales e incluyen el crédito concedido por el banco central al gobierno. ² Muestra de 52 países. ³ Importes vigentes 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 septiembre de 2015.

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

que los activos frente a Colombia aumentaron en 1 500 millones de dólares (o un 17% interanual) y el crédito transfronterizo concedido a México permaneció prácticamente estable. El crédito transfronterizo a economías emergentes europeas se redujo en 5 900 millones de dólares, situándose así el ritmo anual de contracción en el 7,5%. El crédito a Rusia se redujo en 7 000 millones de dólares, rebajando la tasa anual de contracción al 30%. Los activos transfronterizos frente a Turquía, el mayor prestatario de la región, se incrementaron en 2 600 millones de dólares, incrementándose así su tasa de crecimiento interanual hasta el 1,3% a finales de septiembre de 2015. Los activos transfronterizos frente a economías en desarrollo de África y Oriente Medio siguieron expandiéndose rápidamente entre finales de junio y finales de septiembre de 2015. El último incremento trimestral de 11 000 millones de dólares colocó la tasa anual de expansión en el 8,7 %.

Estas tendencias regionales divergentes del crédito bancario internacional se vieron reflejadas en los patrones de crédito bancario transfronterizo concedido a entidades no bancarias (Gráfico 6). En las economías emergentes de Asia, el crédito transfronterizo a entidades no bancarias aumentó tan solo un 1% en el tercer trimestre en comparación con un año antes, continuando así su acusada ralentización (Gráfico 6, panel inferior izquierdo). Este crédito, que con 612 000 millones de dólares resulta escaso en términos absolutos, había aumentado un 6% interanual en el segundo trimestre y, con anterioridad, a tasas de dos cifras desde 2009. En consecuencia, el crédito bancario nacional superó al transfronterizo en el tercer trimestre en las economías emergentes de Asia, tal como lleva ocurriendo también en América Latina, en las economías emergentes europeas y en Estados Unidos desde hace unos años. En la zona del euro, el crédito transfronterizo siguió creciendo más que el crédito local, aunque a un ritmo mucho más lento en 2015 (Gráfico 6, panel superior derecho).

Se debilita la emisión de títulos de deuda internacionales

La emisión de títulos de deuda internacionales fue débil en el cuarto trimestre de 2015. Tras caer hasta los 64 000 millones de dólares en el tercer trimestre, la emisión neta de deuda se volvió negativa, situándose en casi -47 000 millones de dólares, lo que supone una disminución del 0,2% del total en circulación, una vez tenidas en cuenta las variaciones del tipo de cambio. Esta cifra negativa marcó la mayor contracción registrada desde el tercer trimestre de 2012. Este retroceso se vio impulsado tanto por una contracción significativa de la emisión de las economías avanzadas, como por una emisión modesta por parte de las emergentes. La emisión neta de las EA fue de -78 000 millones de dólares, reduciéndose así el total en circulación un 0,5% respecto del trimestre anterior. La emisión de las EME ascendió a 16 000 millones de dólares en términos netos, un 0,5% más que en el trimestre anterior pero en cualquier caso muy lejos de cualquier otro trimestre posterior a la crisis financiera. El resto de la emisión correspondió a los centros extraterritoriales y organizaciones internacionales.

La caída de la deuda internacional pendiente en las EA se debió principalmente al sector financiero. Las amortizaciones netas por parte de las instituciones financieras aumentaron hasta los 110 000 millones de dólares, reduciéndose la cantidad pendiente en este sector en un 1% (Gráfico 7, panel superior izquierdo). La emisión neta por prestatarios financieros europeos y estadounidenses fue particularmente débil. También fue negativa o baja en la mayoría de las demás economías avanzadas, a excepción de Australia y Japón. Sin embargo, las entidades no financieras emitieron deuda nueva por un valor neto de 50 000 millones de dólares, aumentando así el volumen en circulación un 1%. Pese a las cifras negativas del último trimestre del año, la emisión neta total de las economías avanzadas en 2015 ascendió a 250 000 millones de dólares, el total anual más alto desde 2011 (Gráfico 7, panel inferior izquierdo).

La emisión neta de deuda de las EME en el cuarto trimestre de 2015 fue moderada, por valor de 16 000 millones de dólares, lo que supone un 0,5% más que a finales del trimestre anterior (Gráfico 7, panel inferior derecho). La emisión neta por parte de instituciones financieras se recuperó en parte tras las amortizaciones netas registradas en el tercer trimestre del año. No obstante, los bancos chinos incrementaron significativamente su emisión de deuda en el cuarto trimestre, en claro contraste con la desaceleración de su endeudamiento

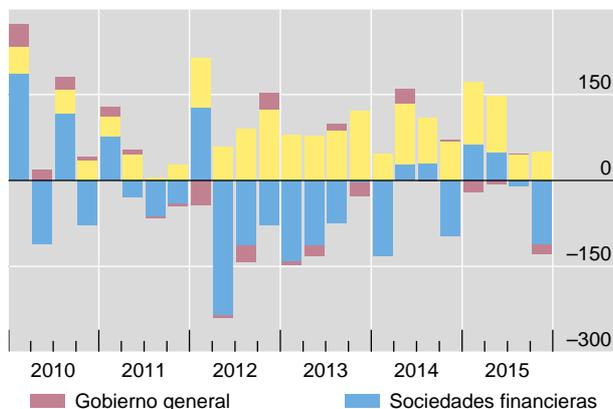
Títulos de deuda internacionales¹

En miles de millones de dólares de EEUU

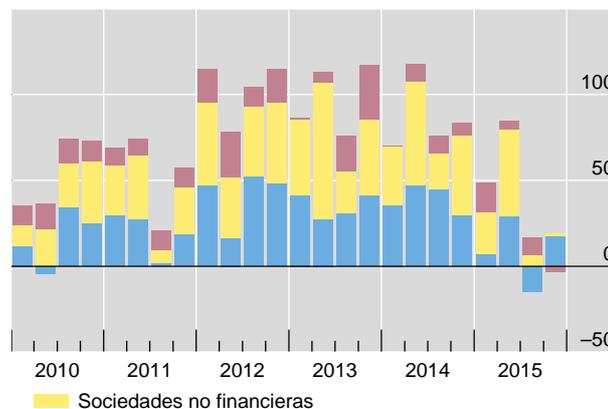
Gráfico 7

Economías avanzadas²

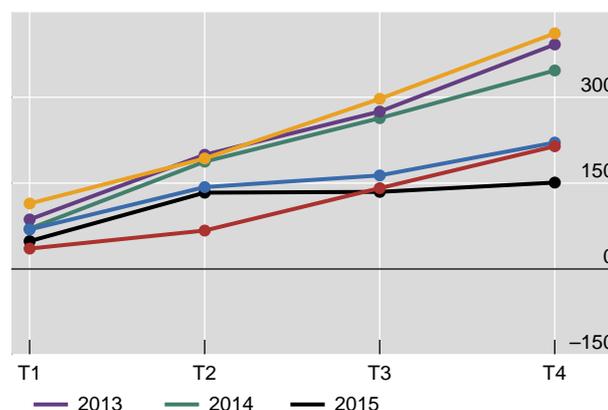
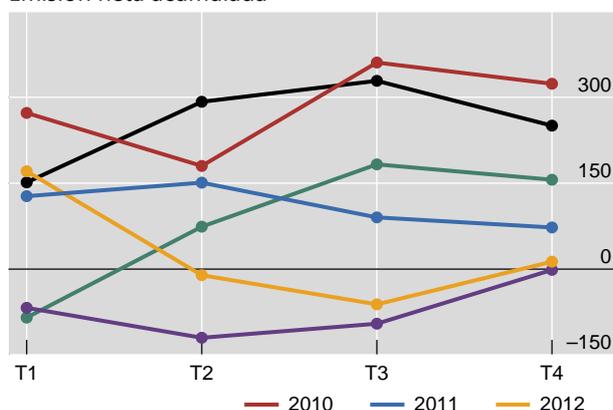
Emisión neta



Economías de mercado emergentes^{2, 3}



Emisión neta acumulada⁴



¹ Todos los emisores y vencimientos, por nacionalidad del emisor. ² Véase la lista de países en *BIS Statistical Bulletin*. Los sectores hacen referencia a la matriz del emisor. Para más información sobre la clasificación, véase «Introducción a las estadísticas del BPI», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre 2015. ³ Incluye Hong Kong RAE y Singapur. ⁴ Emisión trimestral neta acumulada.

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

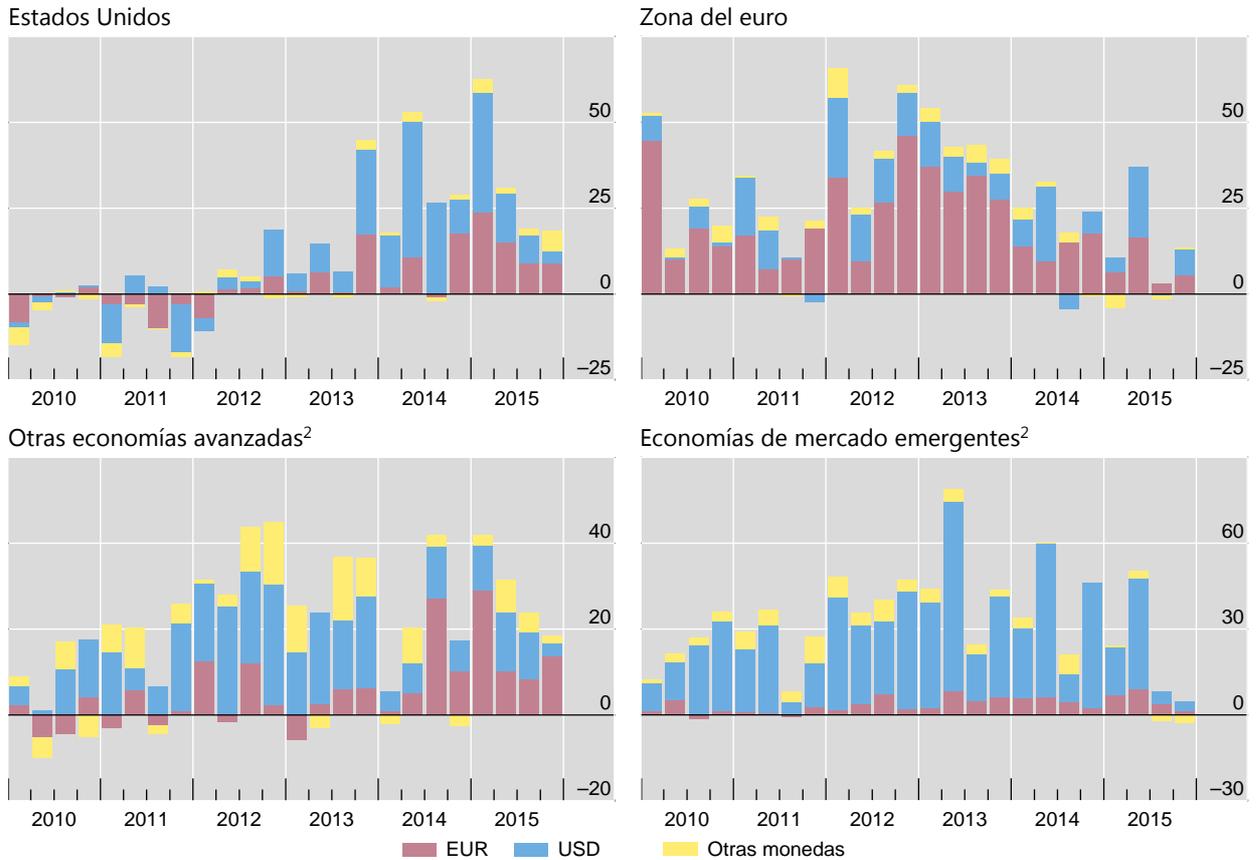
interbancario en el tercer trimestre, como se ha mencionado antes. La emisión de deuda local en China se mantuvo fuerte según los datos del Banco de la República Popular de China. La emisión neta por parte de empresas no financieras, en cambio, apenas registró 2 000 millones de dólares en el cuarto trimestre, una cantidad tan baja como la registrada en el trimestre anterior (Gráfico 7, panel superior derecho). La emisión neta de deuda por valor de 151 000 millones realizada por las EME fue la más baja de los últimos seis años.

El año 2015 supuso un considerable aumento del uso del euro como moneda de denominación para títulos de deuda internacionales emitidos por entidades no financieras. En el último trimestre del año, la emisión neta de títulos de deuda internacionales en euros fue de 29 000 millones de dólares, lo que supuso un aumento del 1,5% del total en circulación. Las entidades no financieras con sede en Estados Unidos emitieron deuda denominada en euros por valor de 9 000 millones de dólares, lo que supone un 4% más que en el tercer trimestre y el 48% de la emisión neta internacional por parte de entidades no financieras estadounidenses (Gráfico 8, panel superior izquierdo). La emisión neta denominada en euros en la zona del euro

Títulos de deuda internacionales¹

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

Gráfico 8



¹ Matrices no financieras, por nacionalidad del emisor. ² Véase la lista de países en *BIS Statistical Bulletin*.

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

se mantuvo fuerte durante el cuarto trimestre en 5 000 millones de dólares (Gráfico 8, panel superior derecho). En otras economías avanzadas, la emisión neta en euros pasó del 35% al 73% del total (panel inferior izquierdo), y en las emergentes del 61% al 69% (Gráfico 8, panel inferior derecho). Al mismo tiempo, se debilitó la emisión neta en otras monedas. La emisión neta en dólares fue de 18 000 millones de dólares, lo que supone un aumento de menos del 1% respecto del trimestre anterior; la emisión neta en libras esterlinas, por valor de 4 000 millones de dólares, también creció menos del 1% desde el trimestre anterior.

Salida de dólares y renminbi desde China

Robert N McCauley y Chang Shu

La persistente salida de capital privado desde China observada desde junio de 2014 puede interpretarse desde dos ángulos distintos. Uno sería la venta masiva por los inversores de activos de la China continental; el otro sería la amortización por empresas chinas de sus deudas en dólares. Nuestro análisis se decanta más bien por el segundo ángulo, pero introduce a su vez un elemento que no contempla ninguno de los dos: la reducción de los depósitos en renminbi en el extranjero.

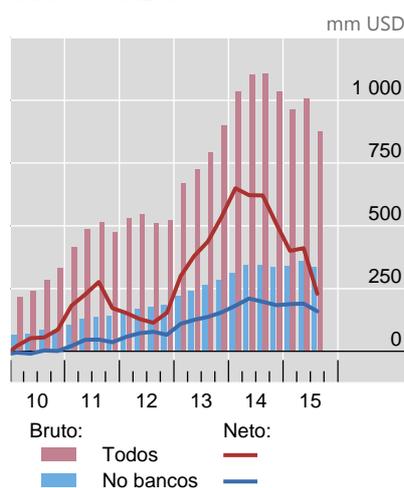
Nuestra interpretación, presentada ya en la edición de septiembre de 2015 del *Informe Trimestral del BPI*¹, parte de las estadísticas bancarias internacionales del BPI que declaran los bancos radicados fuera del territorio chino. Por tanto, contrasta con otros análisis que suelen considerar como salidas de capital los cambios en las reservas oficiales de divisas (más el superávit por cuenta corriente), lo cual exige una complicada estimación de ajustes de valoración y de otro tipo. Para entender la salida de capitales desde China con los datos del BPI, examinamos la reducción de los depósitos exteriores en renminbi en Asia oriental y la reducción de los préstamos en moneda extranjera en bancos de la China continental, con los datos declarados por el Banco Popular de China (PBoC). Asimismo, excluimos de nuestros datos los depósitos del PBoC en bancos en el extranjero, utilizando nuevos datos que cumplen las normas especiales sobre difusión de datos (SDDS) del FMI.

Para empezar, constatamos una reducción neta récord de los préstamos *transfronterizos* a China por parte de bancos declarantes al BPI en T3 2015, por valor de 175 000 millones de dólares (Gráfico A, panel izquierdo, línea roja), casi el doble de las salidas en T1. Esta reducción se explica por la profunda contracción de los préstamos a China y por el continuo aumento de los pasivos frente a China (es decir, depósitos transfronterizos de China). Los nuevos datos SDDS muestran que 12 000 millones de estos 175 000 millones que salieron de China en T3 obedecieron a un *incremento* de las reservas de divisas oficiales fuera del país (una salida de capitales), lo cual deja por explicar 163 000 millones de dólares. Los datos nacionales y del BPI apuntan a que estas salidas a través de los bancos declarantes al BPI reflejan una reducción (i) de los depósitos en renminbi *fuera de la China continental (offshore)*, (ii) de la deuda neta *transfronteriza* en dólares de las empresas chinas y (iii) de su deuda neta *dentro de China*.

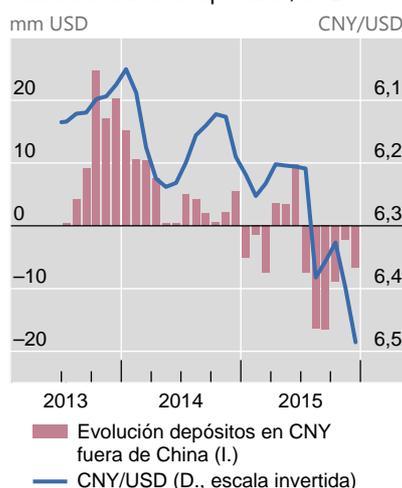
Salidas de capitales desde China declaradas por los bancos en T3 2015

Gráfico A

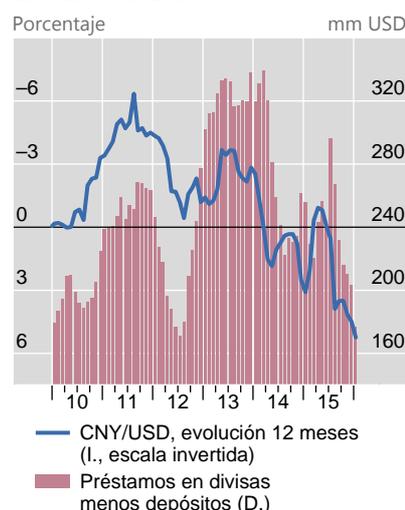
Reducción de los activos transfronterizos



Reacción de depósitos en renminbi fuera de China al tipo CNY/USD¹



Reducción de los préstamos en divisas en China¹



¹ Un descenso indica una depreciación del renminbi.

Fuentes: Banco Central de la República de China (Taiwán); Autoridad Monetaria de Hong Kong; Banco de Corea; Autoridad Monetaria de Macao; Autoridad Monetaria de Singapur; Datastream; CEIC; estadísticas bancarias territoriales (LBS) del BPI por país de residencia.

(i) *Offshore*, a medida que las empresas y hogares redujeron sus depósitos en renminbi, los bancos fuera de China redujeron sus depósitos *transfronterizos* en renminbi en bancos de la China continental. En concreto, los bancos radicados en el Taipéi chino, Hong Kong RAE, Macao RAE y Singapur declararon un descenso en sus depósitos en renminbi por valor de 40 000 millones de dólares en T3 2015, asociado a la depreciación del tipo de cambio renminbi/dólar (Gráfico A, panel central). En respuesta a la menor demanda de depósitos en renminbi, los bancos de estas y otras jurisdicciones retiraron sus depósitos *transfronterizos* en dicha moneda en bancos de la China continental, lo que produjo una salida de capitales por valor de 80 000 millones de dólares (según datos del PBoC), es decir la mitad de los 163 000 millones antes mencionados.

(ii) Los datos del BPI muestran que las empresas en China redujeron su deuda neta *transfronteriza* (Gráfico A, panel izquierdo, línea azul). La cantidad correspondiente a monedas distintas al renminbi, mayoritariamente dólares, alcanzó los 34 000 millones de dólares (ya incluidos en los 163 millones).

(iii) *Dentro de China*, la contracción de los préstamos corporativos netos en moneda extranjera concedidos por bancos de la China continental redujo a su vez los pasivos netos *transfronterizos* de dichos bancos en T3 2015 (una salida de capitales). Los datos del PBoC muestran que las empresas redujeron su deuda neta en divisas frente a bancos de China en 7 000 millones de dólares en dicho trimestre (Gráfico A, panel derecho). Si los bancos de la China continental hubieran cuadrado su posición con los bancos declarantes al BPI fuera de China, esto habría contribuido a la salida de 163 000 millones de dólares.

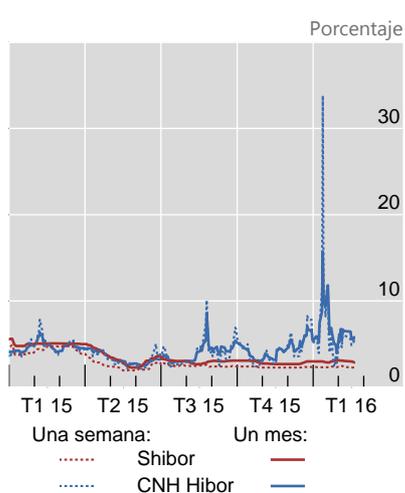
En conjunto, la reducción de las tenencias de renminbi fuera de China (80 000 millones de dólares) y la amortización neta por empresas chinas de su deuda en divisas *transfronteriza* (34 000 millones) y dentro de China (7 000 millones), suman 121 000 millones de dólares. Esto supone casi tres cuartas partes de la salida de capitales no relacionada con reservas (163 000 millones de dólares) obtenida con los datos bancarios del BPI.

Los datos parciales sugieren que la salida de capitales desde China prosiguió en T4 2015. La reducción de depósitos en renminbi fuera de China se frenó, a juzgar por los datos de las contrapartes (Gráfico A, panel central) y de los depósitos en dicha moneda declarados por el PBoC (24 000 millones, frente a 80 000 millones en T3). No obstante, los datos de la Autoridad Monetaria de Hong Kong sobre activos *transfronterizos* frente a entidades no bancarias chinas (cerca del 40% del total del BPI) correspondientes a octubre y noviembre muestran una aceleración de las salidas netas de capitales. Además, los préstamos netos en moneda extranjera concedidos en China se contrajeron más rápido, en 29 000 millones de dólares (7 000 millones en T3).

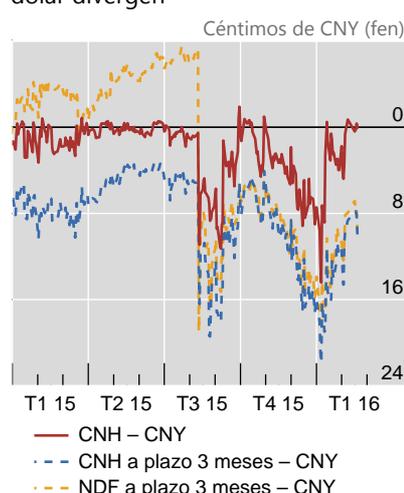
Los mercados en tensión, ¿pero el tipo de cambio efectivo del renminbi estable?

Gráfico B

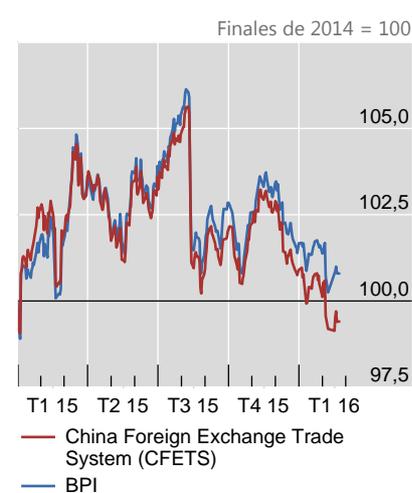
Las tasas de interés del renminbi fuera de China se disparan



Los tipos de cambio del renminbi dentro y fuera de China frente al dólar divergen¹



Tipo de cambio efectivo nominal del renminbi



Hibor = Hong Kong Interbank Offered Rate; NDF = *non-deliverable forward*, que se liquida con el *fixing* de China en dólares; Shibor = Shanghai Interbank Offered Rate.

¹ Escala invertida, por lo que una bajada indica una depreciación con respecto al CNY al contado. Las cotizaciones de CNH y CNY se refieren al cierre de cada jornada de negociación.

Fuentes: Bloomberg; BPI.

La evolución de los precios en T1 2016 señala tensiones más profundas que las registradas en T2 2015, lo que incentiva la salida de capitales. Numerosos participantes del mercado interpretaron la introducción por el PBoC del tipo de cambio administrado a principios de enero como una depreciación intencionada frente al dólar y las tasas de interés fuera de la China continental superaron brevemente los niveles de agosto-septiembre (Gráfico B, panel izquierdo). Las tasas al contado dentro y fuera de China se distanciaron más que en T3, al tiempo que los contratos a plazo fuera de China señalaron una depreciación más profunda (Gráfico B, panel central).^{②③} Con todo, esta volatilidad en el mercado monetario y en los tipos de cambio bilaterales contrastó con la limitada fluctuación del renminbi frente a una cesta de monedas de socios comerciales (Gráfico B, panel derecho). En resumen, nuestro análisis muestra que las recientes salidas de capitales desde China pueden explicarse, en gran medida, por la continua contracción del mercado de renminbi en el exterior y por la amortización neta por las empresas chinas de su deuda en moneda extranjera. La declaración de intenciones del PBoC de mantener el renminbi estable en términos efectivos implicaría un debilitamiento de la moneda china frente al dólar si este último se apreciara frente a las principales monedas. En tal caso, los depositantes fuera de China podrían no mantener sus depósitos en renminbi y las empresas chinas seguirían teniendo motivos para amortizar su deuda denominada en dólares.

① Véase R. McCauley, «Salidas de capitales desde China a través de los bancos declarantes al BPI en el primer trimestre de 2015», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre 2015. ② El tipo de cambio al contado CNY/CNH llegó hasta los 14 CNY céntimos (fen) el 6 de enero de 2016, por encima de su máximo de T3 2015 (11 fen) y cerca del máximo histórico alcanzando en 2010 (15 fen). Véase M. Funke, C. Shu, X. Q. Cheng y S. Eraslan, "Assessing the CNH-CNY pricing differential", *Journal of International Money and Finance*, vol 59, 2015, p 250. En el mercado a futuro, los mercados de CNH y NDF descontaron una depreciación del 2,5% y 3% respectivamente en el horizonte de tres meses, comparado con el 0.7% del mercado de CNY. ③ Tal y como se anticipó en R. McCauley, C. Shu and G. Ma, «Non-deliverable forwards: de 2013 en adelante», *BIS Quarterly Review*, marzo 2014, los contratos a plazo NDF han caído hasta solo la mitad de los contratos a plazo según los datos del Banco de Inglaterra de abril de 2015 desde 3/4 en 2014.

Indicadores de alerta temprana

El BPI examina y analiza indicadores de alerta temprana de tensiones bancarias nacionales. Estos indicadores captan el sobrecalentamiento financiero y señalan posibles tensiones bancarias en horizontes de medio plazo. Su calibrado se ajusta en función de la razón señal/ruido, definida en general como la proporción de episodios históricos predichos correctamente sobre las falsas alarmas.

El Cuadro A recoge tres indicadores, medidos en la mayoría de los casos en T3 2015. El primero es la brecha entre la razón crédito/PIB y su tendencia a largo plazo (primera columna). El segundo es la brecha entre el índice de precios de la vivienda y su tendencia a largo plazo (segunda columna). El último es la diferencia entre el cociente del servicio de la deuda (DSR) y su promedio a lo largo del tiempo. Este indicador se estima para dos supuestos distintos (tercera y cuarta columnas): uno son las tasas de interés actuales y otro son unas tasas 250 puntos básicos por encima de las actuales. Hay que señalar que esta segunda estimación asume una transmisión inmediata y completa (100%) de los cambios en tasas de interés hacia los DSR, pero no tiene en cuenta el hecho de que muchos contratos de deuda se basan en tasas fijas y por tanto no se reajustan inmediatamente. Tampoco refleja las reacciones de los prestatarios y prestamistas ante los cambios en las tasas de interés, por ejemplo renegociando los plazos de la deuda, amortizando sus deudas, etc. Por tanto, sobreestima su impacto.

Estos tres indicadores sugieren que el riesgo de tensiones bancarias permanece elevado en diversas economías y regiones, en particular en Canadá, China y Turquía, donde las brechas crédito/PIB superan el 10%. Lo mismo ocurre con un grupo de economías asiáticas (Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia). El indicador para Brasil, después de haberse situado persistentemente por encima de este umbral durante algún tiempo, se sitúa ahora por debajo, en el 9,9%^①. En el pasado, dos tercios de todos los registros por encima de este umbral fueron seguidos de serios problemas bancarios en los tres años siguientes^②. Los indicadores basados en los DSR también apuntan a muchas de estas economías. El tamaño de la brecha del precio de la vivienda se acerca más a sus tendencias históricas en la mayoría de economías enumeradas, destacando Alemania y Japón. Al valorar estos indicadores, hay que tener presente que hacen abstracción de cualquier endurecimiento de la regulación desde los episodios anteriores de tensión.

^① Véase «Aspectos más destacados de los flujos de financiación mundial», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2015. ^② Véase M. Drehmann, C. Borio y K. Tsatsaronis, «Anchoring countercyclical capital buffers: the role of credit aggregates», *International Journal of Central Banking*, vol. 7, nº 4, diciembre 2011, pp. 189–240.

Indicadores de alerta temprana de tensión en los sistemas bancarios nacionales¹

Cuadro A

	Brecha crédito-PIB ²	Brecha de precios inmobiliarios ³	Coefficiente de servicio de la deuda (DSR) ⁴	DSR con un aumento de tasas de interés de 250 pb ^{4, 5}
Asia ⁶	16,3	8,5	1,9	4,3
Australia	4,9	5,1	0,9	4,7
Brasil	9,9	-13,9	6,6	8,4
Canadá	12,3	8,7	2,3	6,3
China	27,6	-5,8	5,4	8,7
Europa central y oriental ⁷	-10,9	6,8	0,5	2,0
Francia	1,5	-10,9	1,0	4,0
Alemania	-5,8	10,6	-1,6	0,2
Grecia	-10,9	5,4		
India	-3,2		1,8	2,9
Italia	-10,8	-16,2	0,6	2,8
Japón	4,7	13,6	-1,9	0,9
Corea	3,9	6,4	0,0	3,6
México	7,3	4,2	0,5	1,2
Países Bajos	-18,5	-15,3	1,0	5,8
Países nórdicos ⁸	0,5	2,6	1,1	5,1
Portugal	-36,0	9,7	-0,9	2,5
Sudáfrica	-1,4	-7,3	-0,7	0,6
España	-44,2	-21,7	-2,5	0,4
Suiza	7,2	9,9	0,0	3,2
Turquía	15,6		5,5	7,1
Reino Unido	-30,1	0,5	-2,2	0,6
Estados Unidos	-10,9	2,0	-1,9	0,7
<i>Legenda</i>	<i>Brecha crédito/PIB > 10</i>	<i>Brecha de precios inmobiliarios > 10</i>	<i>DSR > 6</i>	<i>DSR > 6</i>
	<i>2 ≤ Brecha crédito/PIB ≤ 10</i>		<i>4 ≤ DSR ≤ 6</i>	<i>4 ≤ DSR ≤ 6</i>

Datos disponibles hasta el T3 2015 excepto para: la brecha crédito/PIB en Bulgaria y Lituania, hasta T4 2015; los datos sobre la brecha de precios inmobiliarios, hasta T2 2015 para China y en T4 2015 para Alemania, Canadá, Corea, Filipinas, Grecia, Hong Kong RAE, Noruega, Países Bajos, Polonia, Reino Unido, Sudáfrica, Suiza y Tailandia.

¹ Los umbrales para las celdas rojas se fijan minimizando las falsas alarmas a condición de captar al menos dos tercios de las crisis durante un horizonte temporal acumulado de tres años. Una señal es correcta si se produce una crisis en cualquier de los tres años siguientes. El ruido se mide por predicciones incorrectas fuera de dicho horizonte. Las celdas beige para la brecha crédito/PIB se basan en las orientaciones 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, nº 4, 2011, pp. 189–240. 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 los agregados por países. ² Diferencia, en puntos porcentuales, del cociente entre crédito y PIB con respecto a su tendencia a largo plazo en tiempo real calculada con un filtro Hodrick-Prescott (HP) asimétrico, utilizando un factor de suavización de 400.000. ³ Desviación, en puntos porcentuales, de los precios reales de los inmuebles residenciales con respecto a su tendencia a largo plazo calculada con un filtro HP asimétrico, utilizando un factor de suavización de 400.000. ⁴ Consúltense información sobre las series y la metodología de los DSR en www.bis.org/statistics/dsr/index.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%.⁵ Suponiendo que las tasas de interés suben 2,50 puntos porcentuales y que el resto de componentes de los DSR permanecen fijos.⁶ Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia; Filipinas y Singapur se excluyen para el DSR y su previsión.⁷ Bulgaria, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Rusia; para la brecha de los precios inmobiliarios se excluye la República Checa y Rumanía; para el DSR y su previsión, se excluye Bulgaria, Estonia, Letonia, Lituania y Rumanía.⁸ Finlandia, Noruega y Suecia.

Fuentes: datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.
