

## Liquidez mundial: cambios en los patrones de instrumentos y monedas<sup>1</sup>

*El crédito internacional (crédito transfronterizo más crédito en moneda extranjera), que es un indicador clave de la liquidez mundial, ha continuado creciendo en los últimos años hasta situarse en el 38% del PIB mundial. Este auge ha estado impulsado por la emisión de títulos de deuda internacionales, mientras que el papel de los bancos —como prestamistas pero también como inversores en títulos de deuda— se ha reducido. En términos agregados, esta tendencia ha sido más pronunciada para los prestatarios de economías avanzadas que para los de economías de mercado emergentes. Sin embargo, si se analizan los datos nacionales, se observa que el crecimiento de los préstamos bancarios y el de los títulos de deuda han tendido a evolucionar de forma paralela, lo que pone de manifiesto el carácter cíclico de la liquidez mundial. El dólar estadounidense ha consolidado aún más su posición dominante como moneda de financiación internacional, en especial para prestatarios de economías de mercado emergentes. Sin embargo, las exposiciones en dólares de las economías de mercado emergentes varían notablemente entre países y sectores.*

*Clasificación JEL: G10, F34, G21.*

La liquidez mundial —la facilidad para obtener financiación en los mercados financieros internacionales— sigue ocupando un lugar destacado en los debates sobre políticas (Cohen et al (2017), CGFS (2011), Borio et al (2011)). En el periodo previo a la Gran Crisis Financiera de 2007–09 (GCF), la oferta de crédito internacional —que comprende el crédito transfronterizo y el crédito en moneda extranjera, sea o no transfronterizo— creció a gran velocidad. Tras el estallido de la crisis, el crédito internacional se evaporó, poniendo de relieve vulnerabilidades financieras tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercado emergentes (EME)<sup>2</sup>. En un entorno caracterizado por políticas monetarias extremadamente acomodaticias de los bancos centrales más importantes, este indicador clave de la liquidez mundial ha repuntado notablemente desde 2010, especialmente en las EME.

<sup>1</sup> Los autores desean dar las gracias a Stefan Avdjiev, Claudio Borio, Stijn Claessens, Ben Cohen, Robert McCauley, Patrick McGuire, Swapan-Kumar Pradhan, Hyun Song Shin, Nikola Tarashev y Philip Wooldridge por sus útiles comentarios y a Zuzana Filková por su excelente apoyo de investigación. Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI.

<sup>2</sup> La liquidez mundial puede afectar a las condiciones financieras nacionales a través de varios canales de transmisión distintos, como las políticas monetarias de los países avanzados y los efectos de propagación internacional (Cerutti et al (2017), McCauley et al (2015a), Rey (2013)). El crédito internacional es un destacado factor determinante de las condiciones crediticias en EME (Ehlers y McGuire (2016), Avdjiev et al (2012)).

## Principales conclusiones

- El crédito internacional (préstamos bancarios más títulos de deuda) a entidades no bancarias, que es un indicador clave de la liquidez mundial, ha continuado creciendo en los últimos años, desde el 33% del PIB mundial en el primer trimestre de 2015 hasta el 38% en el mismo periodo de 2018.
- La composición del crédito internacional ha cambiado, ya que los préstamos bancarios han perdido peso en favor de los títulos de deuda, cuyo porcentaje del total pasó del 48% en el primer trimestre de 2008 al 57% diez años después.
- Las posiciones de los bancos de todo el mundo en títulos de deuda internacionales cayeron del 40% del total pendiente al final de marzo de 2008 al 27% al final de marzo de 2018, lo que corrobora la pérdida de peso de los bancos como motor del crédito internacional.
- El dólar estadounidense ha consolidado aún más su posición dominante como la principal moneda extranjera para el endeudamiento internacional. El crédito en dólares al sector no bancario fuera de Estados Unidos avanzó desde el 9,5% del PIB mundial al final de 2007 hasta el 14% en el primer trimestre de 2018.
- El crecimiento del endeudamiento en dólares de las EME ha sido especialmente fuerte, pero las exposiciones en dólares presentan diferencias significativas tanto entre países como en su composición sectorial.

A diferencia de lo ocurrido en el periodo previo a la GCF, el incremento del crédito internacional desde 2010 ha estado impulsado fundamentalmente por los títulos de deuda y no por los préstamos bancarios (Avdjiev et al (2017), Turner (2013)). Al mismo tiempo, en el periodo transcurrido desde la GCF, el dólar estadounidense ha consolidado aún más su dominio como principal moneda de denominación (Maggiori et al (2018)). Esta «segunda fase» de liquidez mundial implica que las condiciones financieras internacionales se han tornado más sensibles a la evolución en el mercado de bonos y están aún más estrechamente relacionadas con la política monetaria estadounidense (Shin (2013)). Los prestatarios de EME pueden ser especialmente vulnerables si se han financiado fundamentalmente mediante la emisión de deuda denominada en dólares estadounidenses, ya que los inversores en renta fija internacional suelen retirarse rápidamente del mercado cuando las tasas de interés estadounidenses suben. Pero las exposiciones de las EME a deuda en dólares estadounidenses pueden presentar diferencias considerables no solo entre países, sino también entre sectores. En algunas EME, el principal prestatario en dólares estadounidenses ha sido el sector privado empresarial, mientras que en otras ha sido el soberano.

El presente artículo documenta y analiza el desplazamiento del crédito internacional desde los préstamos bancarios internacionales hacia los valores de deuda, así como el cambio que se ha producido en su composición por monedas, a partir de los indicadores de liquidez mundial del BPI (GLI). La primera sección presenta las tendencias y los últimos acontecimientos a escala internacional. La segunda compara la evolución en las economías avanzadas y las EME. Documenta cómo el auge de los títulos de deuda en detrimento de los préstamos bancarios ha sido más pronunciado en las economías avanzadas que en las EME en su conjunto. Sin embargo, a nivel de los países, el crecimiento de los préstamos bancarios y el de los títulos de deuda han evolucionado de forma paralela tanto para los prestatarios de mercados avanzados como para los de economías de mercado emergentes. La tercera sección se centra en el endeudamiento en moneda extranjera de las EME y señala las diferencias entre países en la composición sectorial del crédito en dólares estadounidenses.

## Tendencias recientes de la liquidez mundial

Los GLI trimestrales del BPI capturan un aspecto de las condiciones de financiación internacionales<sup>3</sup>. Reflejan el comportamiento del crédito internacional, que es una señal indicativa de la acumulación de vulnerabilidades (Aldasoro et al (2018)). Los GLI se basan en las estadísticas bancarias territoriales y las estadísticas sobre títulos de deuda internacionales del BPI, así como en datos nacionales. Este artículo se centra en el crédito internacional (préstamos bancarios más títulos de deuda) al sector no bancario<sup>4</sup>, por ser este un elemento clave que influye directamente en las condiciones crediticias internas y en las vulnerabilidades externas de los países receptores (véase el recuadro)<sup>5</sup>. Al circunscribir su análisis fundamentalmente a los préstamos bancarios y los títulos de deuda, subestima el verdadero nivel de endeudamiento internacional del sector no bancario. En particular, los derivados, como por ejemplo los *swaps* de divisas, podrían incrementar notablemente las obligaciones en moneda extranjera de las entidades no bancarias<sup>6</sup>.

El cambio en la composición de la liquidez mundial que ha tenido lugar después de la GCF presenta dos características principales. La primera es el mayor peso de los títulos de deuda internacionales en detrimento de los préstamos bancarios (Gráfico 1, panel izquierdo). El crédito transfronterizo y el crédito concedido localmente en moneda extranjera al sector no bancario —en porcentaje del PIB mundial— registraron un acusado incremento en los años previos a la GCF. El crecimiento de los préstamos bancarios fue especialmente rápido en los últimos años antes de la crisis. Tras experimentar un fuerte descenso durante la GCF, su trayectoria posterior ha sido prácticamente plana. En cambio, los títulos de deuda internacionales pendientes no han dejado de aumentar desde entonces y han pasado de representar el 48% del crédito internacional total en el primer trimestre de 2008 a situarse muy cerca del 57% en el mismo periodo de 2018.

La segunda característica que define la evolución de la liquidez mundial es el auge del crédito en dólares estadounidenses a prestatarios no estadounidenses (McCauley et al (2015a)). Los títulos de deuda denominados en dólares estadounidenses emitidos por no residentes en Estados Unidos han sido el principal motor de esta tendencia y en el segundo semestre de 2017 superaron por primera vez a los préstamos bancarios (Gráfico 1, panel derecho). El importe total de crédito en dólares al sector no bancario fuera de Estados Unidos ha avanzado desde el 9,5% del PIB mundial al final de 2007 hasta el 14% en el primer trimestre de 2018. No obstante, desde finales de 2016 el crecimiento del crédito en dólares ha sido plano.

<sup>3</sup> CGFS (2011) señala que, dado que el concepto de liquidez mundial es difícil de aprehender, es poco probable que una única medida logre capturar todos sus aspectos relevantes. Borio (2013) matiza que no podemos observar la liquidez, sino tan solo las huellas que deja. Aparte del crédito internacional, entre las huellas más importantes cabe citar indicadores de percepción del riesgo y tolerancia al riesgo (como el VIX) y de los términos y condiciones con arreglo a los que se concede financiación o se compran y venden activos (por ejemplo, el coste de financiación, las condiciones de las garantías o los diferenciales entre el precio comprador y el precio vendedor).

<sup>4</sup> El crédito al sector no bancario incluye el crédito a empresas financieras no bancarias.

<sup>5</sup> Los GLI del BPI realizan un seguimiento de varias medidas del crédito internacional. Véase [www.bis.org/statistics/about\\_gli\\_stats.htm](http://www.bis.org/statistics/about_gli_stats.htm). La metodología se explica exhaustivamente en BPI (2018).

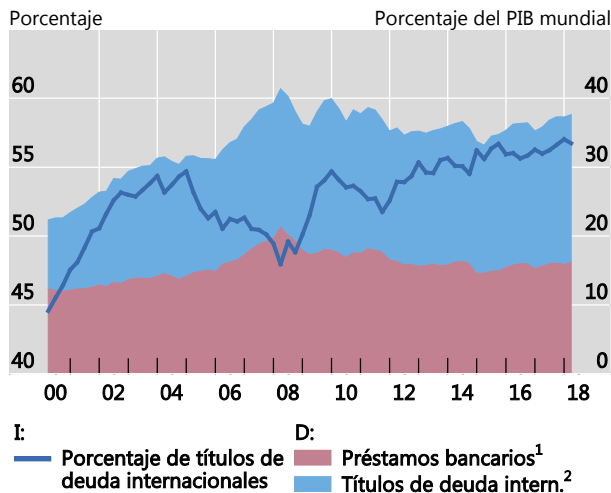
<sup>6</sup> Como los bancos, las entidades financieras no bancarias (por ejemplo, fondos de inversión o de pensiones) suelen tener grandes posiciones en *swaps* de divisas. Véase Borio et al (2017) para una estimación del abultado endeudamiento efectivo en dólares estadounidenses por medio de *swaps* de divisas de los bancos.

## Mayor peso de los títulos de deuda y del dólar estadounidense en el crédito internacional

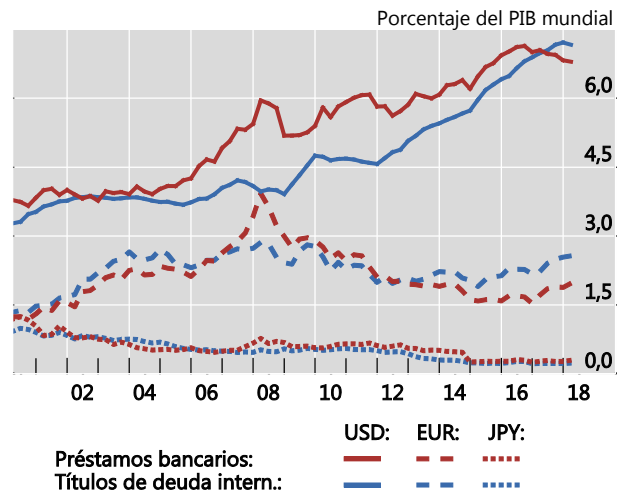
Crédito internacional al sector no bancario, importes vigentes

Gráfico 1

Crédito internacional a entidades no bancarias por instrumento



Crédito internacional a no residentes por instrumento y moneda



Más información sobre los indicadores de liquidez mundial del BPI en [www.bis.org/statistics/about\\_gli\\_stats.htm](http://www.bis.org/statistics/about_gli_stats.htm).

<sup>1</sup> Préstamos transfronterizos y préstamos locales en moneda extranjera a prestatarios no bancarios. <sup>2</sup> Por residencia y sector inmediato del emisor; todos los instrumentos; todos los vencimientos; emisores no bancarios. Los títulos de deuda internacionales son aquellos emitidos por emisores no bancarios en un mercado distinto del mercado local del país de residencia del prestatario.

Fuentes: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; estadísticas bancarias territoriales e indicadores de liquidez mundial del BPI; cálculos del BPI; cálculos de los autores.

## El desplazamiento desde los préstamos bancarios hacia los títulos de deuda

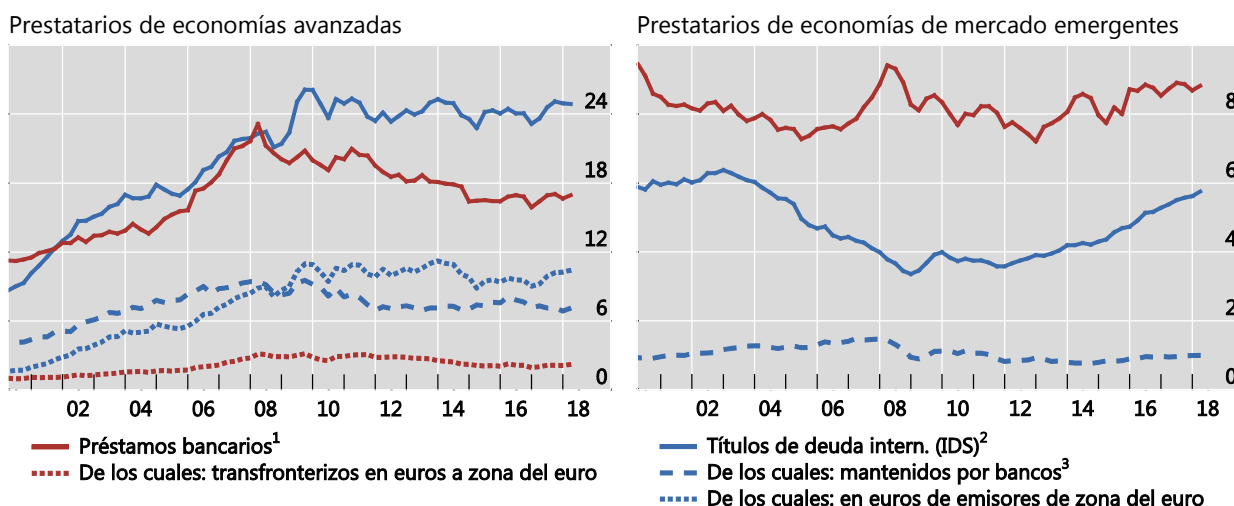
El aumento del peso de los títulos de deuda internacionales ha sido más pronunciado en las economías avanzadas (Gráfico 2, panel izquierdo). Los préstamos bancarios a este grupo de prestatarios han mostrado una tendencia a la baja, que se aceleró tras la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. Este descenso se debió en gran medida a la reducción de las exposiciones a préstamos internacionales de los bancos europeos como consecuencia de la GCF y la crisis de la deuda de la zona del euro —en particular, los préstamos denominados en dólares estadounidenses a prestatarios de ese país (McCauley et al (2017), Borio y Disyatat (2011))—. Tanto los préstamos bancarios transfronterizos denominados en euros como los títulos de deuda emitidos por prestatarios de la zona del euro se mantuvieron relativamente estables e influyeron poco en la tendencia general de los agregados correspondientes de las economías avanzadas.

En las EME, los títulos de deuda internacionales pendientes han aumentado con fuerza en porcentaje del PIB desde 2010, pero partían desde un nivel más bajo que

## Mayor desplazamiento hacia los títulos de deuda en el caso de los prestatarios de economías avanzadas

Importes pendientes, en porcentaje del PIB regional

Gráfico 2



<sup>1</sup> Préstamos transfronterizos y préstamos locales en moneda extranjera a prestatarios no bancarios. <sup>2</sup> Por residencia y sector inmediato del emisor; todos los instrumentos; todos los vencimientos; emisores no bancarios. <sup>3</sup> Posiciones transfronterizas en títulos de deuda en todas las monedas y posiciones locales en moneda extranjera declaradas por los bancos que participan en las LBS.

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

los préstamos bancarios (Gráfico 2, panel derecho). A diferencia de lo ocurrido en las economías avanzadas, los préstamos bancarios a EME y la emisión de títulos de deuda por prestatarios de estas economías han crecido de forma paralela en los últimos años. Una señal inequívoca de la relajación de las condiciones de financiación para prestatarios de EME ha sido que emisores soberanos con calificaciones inferiores al grado de inversión han logrado emitir títulos de deuda denominados en dólares estadounidenses<sup>7</sup>.

La distinción entre préstamos bancarios y títulos de deuda oculta el hecho de que una proporción considerable de los títulos de deuda los mantienen bancos, por lo que estos valores son en realidad crédito bancario. Como han hecho con los préstamos, los bancos de todo el mundo han reducido también sus posiciones en títulos de deuda internacionales. En particular en las economías avanzadas, parece que los bancos internacionales han recortado sus posiciones tanto de préstamos como de títulos de deuda, lo que concuerda con el creciente peso de las entidades no bancarias en el devenir de la liquidez mundial. En las EME esta tendencia se observa especialmente bien en el contraste entre el fuerte crecimiento de los títulos de deuda internacionales y la trayectoria plana de las posiciones de bancos en títulos de deuda (Gráfico 2, panel derecho, línea continua azul frente a línea discontinua azul). Pese al descenso de 13 puntos porcentuales del último decenio, las posiciones de los bancos mundiales en títulos de deuda internacionales todavía representan una proporción significativa del total vigente (27% al final de marzo de 2018).

<sup>7</sup> Junto con un incremento de los volúmenes de emisión, el número de soberanos con acceso a los mercados de deuda internacionales ha crecido (por ejemplo, ahora incluye a los gobiernos de [Ghana](#) y [Jordania](#)).

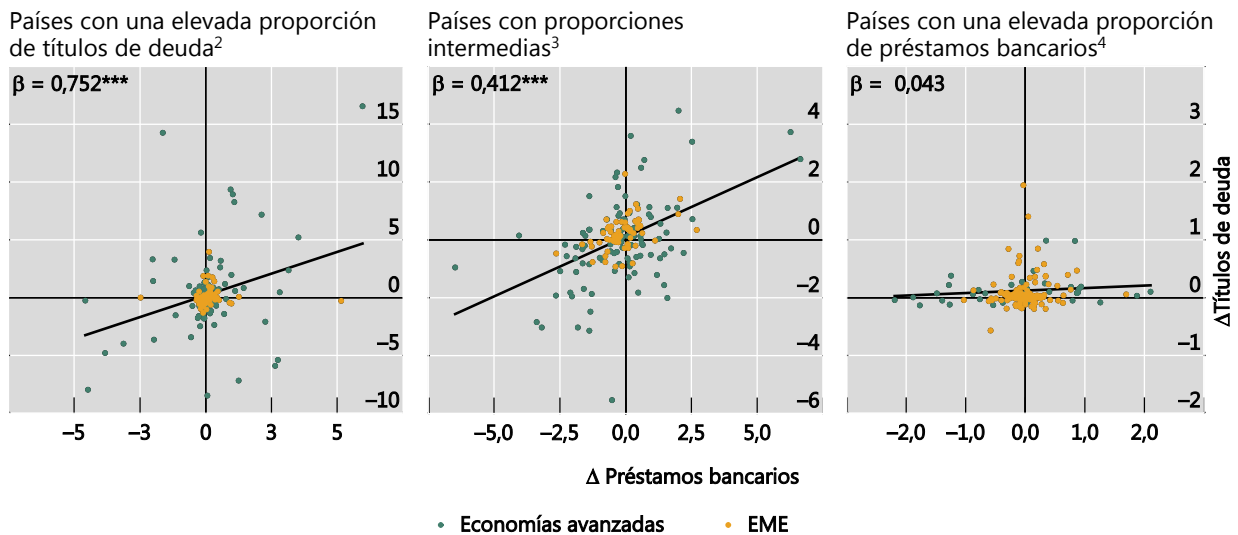
El análisis altamente agregado de economías avanzadas y economías de mercado emergentes no permite observar la complementariedad de los préstamos bancarios y los títulos de deuda internacionales a nivel de los países<sup>8</sup>. El descenso de los préstamos bancarios en el caso de los prestatarios de las economías avanzadas en su conjunto se debe en la práctica a la evolución en cuatro países: Alemania, Estados Unidos, Francia y el Reino Unido. En cambio, a nivel de los países, el crecimiento de los préstamos bancarios está positivamente correlacionado en promedio con el de los títulos de deuda tanto para los prestatarios de economías avanzadas como para los de EME (Gráfico 3).

El vínculo entre los préstamos bancarios y la emisión de títulos de deuda ha tendido a ser más débil en los países con una proporción históricamente alta de préstamos bancarios. En el caso extremo en que un prestatario de un país determinado no tenga acceso al mercado de títulos de deuda o muestre una fuerte preferencia por los préstamos bancarios, lógicamente cualquier actividad de

### Complementariedad de los préstamos bancarios y los títulos de deuda internacionales<sup>1</sup>

Variaciones trimestrales del volumen pendiente de préstamos bancarios y títulos de deuda internacionales de una selección de países

Gráfico 3



<sup>1</sup> En puntos porcentuales del PIB nacional, a partir del primer trimestre de 2010. La distinción entre países con proporciones elevadas de títulos de deuda, proporciones intermedias y proporciones elevadas de préstamos bancarios se basa en sus proporciones medias durante T1 2000–T4 2009,  $\beta$  es la pendiente estimada; \*/\*\*/\*\* indican significación estadística al nivel del 10/5/1%, respectivamente. <sup>2</sup> AR, CA, IT, MY y NL. <sup>3</sup> BE, GB, MX, NO y PL. <sup>4</sup> CH, CN, ID, IN y SA.

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

<sup>8</sup> Muchos factores pueden afectar al grado de complementariedad o sustituibilidad, en particular factores específicos de un determinado país. Cerutti y Hong (2018) encuentran evidencias de que préstamos bancarios han sustituido a títulos de deuda en el caso de algunos prestatarios corporativos y soberanos de economías avanzadas y también en el de determinados prestatarios soberanos de EME. Becker y Ivashina (2014) observan evidencias de sustitución a nivel de las empresas.

endeudamiento internacional se canalizará a través de préstamos bancarios. De hecho, para los países prestatarios con una elevada proporción de préstamos bancarios, los cambios en el crédito internacional se deben casi en su totalidad a los préstamos bancarios en promedio (Gráfico 3, panel derecho). En cambio, en el caso de los países prestatarios con proporciones históricamente altas de títulos de deuda, existe una fuerte correlación positiva entre las variaciones de los préstamos bancarios internacionales y los títulos de deuda pendientes (panel izquierdo). Los países prestatarios con proporciones intermedias también muestran complementariedad, pero en menor grado (panel central). Dicho de otro modo, los distintos instrumentos de crédito internacional presentan un fuerte componente común y cíclico en los países que no dependen predominantemente de los préstamos bancarios.

## Crédito en moneda extranjera a EME

En todas las principales regiones con economías de mercado emergentes, el crecimiento del crédito denominado en dólares estadounidenses ha sido más rápido que el del crédito en otras monedas extranjeras. La elevada proporción de endeudamiento en dólares presagia riesgos que podrían materializarse si se produce una apreciación persistente del billete verde<sup>9</sup>. Un dólar más fuerte incrementa los riesgos de cola para los inversores internacionales que mantienen una cartera diversificada de activos de EME (Avdjiev et al (2016)), lo que puede provocar reducciones generalizadas de las exposiciones a estos países, sobre todo de bonos en dólares. Es probable que este mecanismo haya contribuido al reciente episodio de turbulencias en las EME (véase «Las divergencias se amplían en los mercados» en el presente *Informe Trimestral*).

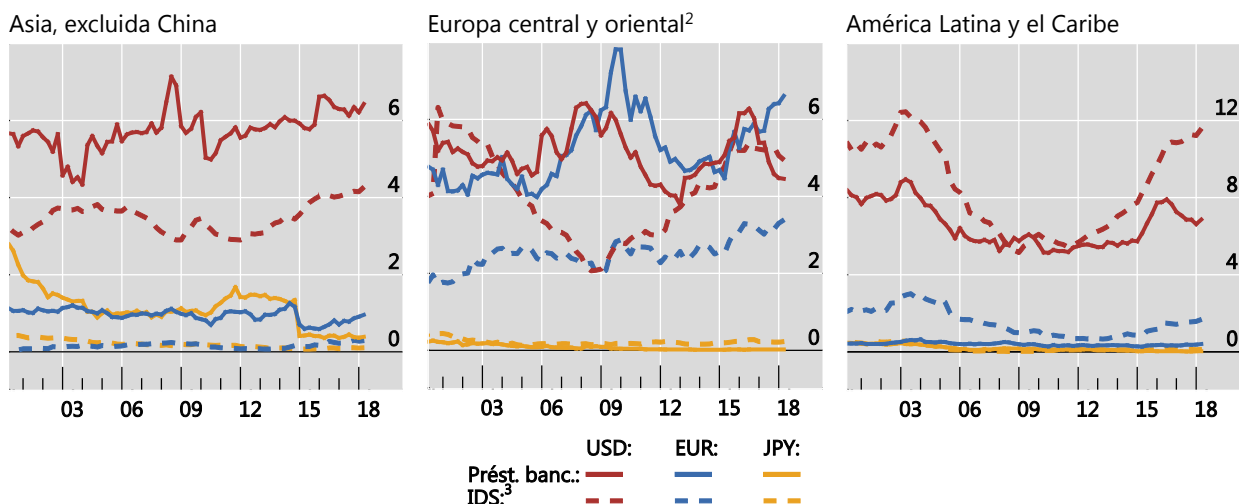
Sin embargo, la importancia del dólar como moneda de financiación varía entre las principales regiones EME. En Asia emergente, el crédito denominado en dólares lleva aumentando desde 2010 —tanto en forma de títulos de deuda como de préstamos bancarios— (Gráfico 4, panel izquierdo). En Europa central y oriental, el crédito denominado en euros ha desempeñado históricamente una función relativamente más importante. No obstante, el dólar también domina en esta región, pese al fuerte repunte del crédito en euros que se viene produciendo desde 2015 (panel central). En América Latina, el crédito en dólares estadounidenses ha ocupado históricamente el primer puesto y desde 2010 ha crecido con fuerza, impulsado por la emisión de títulos de deuda (panel derecho).

<sup>9</sup> El fortalecimiento del tipo de cambio del dólar frente a la moneda nacional puede afectar a las empresas no financieras al debilitar sus balances (Bruno y Shin (2015)). Este efecto depende del grado de cobertura, una cuestión sobre la que se dispone de escasa información. La apreciación del dólar pueden afectar también a los emisores soberanos, ya que suele contribuir de forma más general a un ascenso de los rendimientos de la deuda soberana y los diferenciales de CDS (Hofmann et al (2017)).

## Crédito en moneda extranjera a prestatarios no bancarios en EME

Importes pendientes<sup>1</sup>, en porcentaje del PIB regional

Gráfico 4



Más información sobre los indicadores de liquidez mundial del BPI en [www.bis.org/statistics/about\\_gli\\_stats.htm](http://www.bis.org/statistics/about_gli_stats.htm).

<sup>1</sup> Excluye Rusia de los países declarantes. <sup>2</sup> Excluye los países de la zona del euro de los países contraparte. <sup>3</sup> Títulos de deuda internacionales (IDS) hace referencia a títulos de deuda por residencia y sector inmediato del emisor; todos los instrumentos; todos los vencimientos; emisores no bancarios.

Fuentes: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; estadísticas bancarias territoriales e indicadores de liquidez mundial del BPI; cálculos del BPI.

El auge del endeudamiento en dólares en las EME no ha sido homogéneo en los distintos sectores (McCauley et al (2015b)). En algunas EME importantes, el endeudamiento del sector empresarial ha tenido un papel destacado. En México, la emisión de títulos de deuda en dólares por parte de empresas no financieras ha sido uno de los principales impulsores del endeudamiento internacional de las entidades no bancarias (Gráfico 5, panel superior izquierdo, zona azul). A pesar del descenso relativo de los préstamos bancarios en el periodo postcrisis, el préstamo bancario en dólares estadounidenses al sector privado no financiero también ha crecido en algunos países, como Turquía (panel superior central). El endeudamiento en dólares de las entidades financieras no bancarias es menos prevalente en general, pero tiene gran relevancia en Malasia (panel superior derecho) y Corea (panel inferior izquierdo). Sin embargo, Corea ha sido la única de las EME más importantes que ha reducido de forma constante su endeudamiento no bancario en dólares estadounidenses en general.

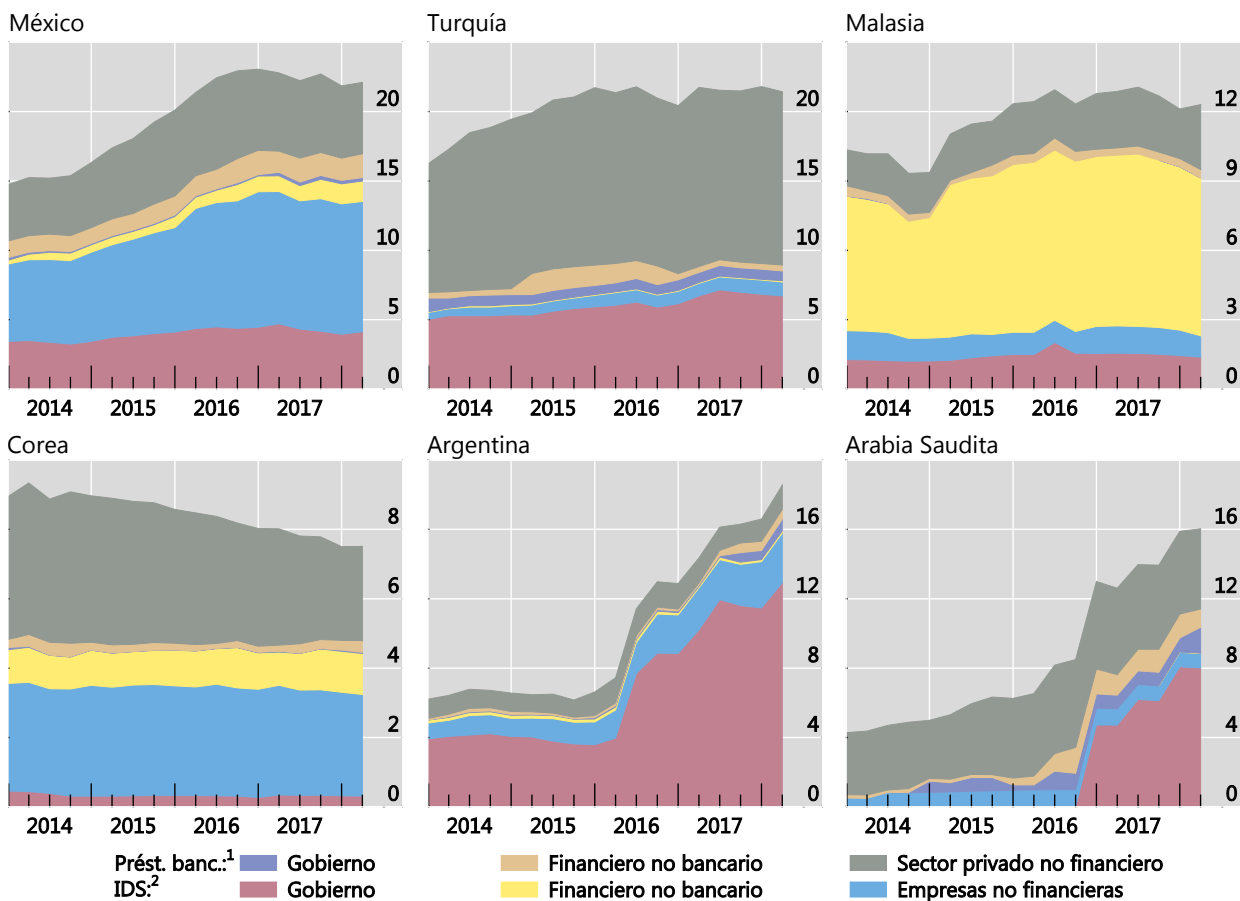
Aunque las empresas de EME han sido importantes prestatarios en dólares estadounidenses, la emisión de deuda soberana también ha desempeñado un papel destacado. Un buen ejemplo es Argentina, donde se ha producido un acusado incremento de la emisión de títulos de deuda soberana desde principios de 2016



## Heterogeneidad sectorial del endeudamiento en dólares estadounidenses en una selección de EME

Importes pendientes, en porcentaje del PIB

Gráfico 5



<sup>1</sup> Los préstamos bancarios incluyen tanto los préstamos transfronterizos como los préstamos concedidos localmente. Para AR, MY y SA, se incluyen exclusivamente los préstamos transfronterizos. Los préstamos bancarios a un sector no asignado se distribuyen en proporción al respectivo desglose sectorial indicado. <sup>2</sup> Títulos de deuda internacionales (IDS) hace referencia a títulos de deuda por residencia y sector inmediato del emisor; todos los instrumentos; todos los vencimientos; emisores no bancarios.

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

(Gráfico 5, panel inferior central). En algunos países exportadores de petróleo, como Arabia Saudita, han tenido lugar ascensos similares (panel inferior derecho, véase también BPI (2017)).

## Crédito internacional a prestatarios no bancarios e indicadores de liquidez mundial del BPI

El crédito internacional al sector no bancario —el indicador que se utiliza a lo largo del presente artículo— se basa en las distintas medidas recogidas en los indicadores de liquidez mundial del BPI (GLI). Uno de los indicadores más importantes de los GLI es el crédito a no residentes (es decir, el crédito en moneda extranjera)<sup>①</sup>, que mide el crédito a prestatarios de fuera de la jurisdicción en la que se emite una moneda, para las tres principales monedas (dólar estadounidense, euro y yen japonés). Por ejemplo, el crédito en dólares estadounidenses a no residentes comprende todos los préstamos bancarios en dólares estadounidenses concedidos a residentes fuera de Estados Unidos y todos los títulos de deuda en dólares estadounidenses emitidos por ellos —ya se trate de crédito transfronterizo o de crédito obtenido localmente<sup>②</sup>—. El crédito internacional al sector no bancario comprende el crédito a no residentes en las tres principales monedas (Cuadro A, fila 1), así como el crédito transfronterizo a residentes (es decir, crédito transfronterizo en moneda local) en estas monedas (fila 2) y el crédito transfronterizo y concedido localmente en moneda extranjera en el resto de monedas (fila 3). Una parte significativa del importe de la fila 2 (5,8 billones de dólares, es decir, el 63% al final de marzo de 2018) corresponde al crédito transfronterizo denominado en euros a países de la zona del euro.

### GLI del BPI y crédito internacional

Crédito pendiente al sector no bancario al cierre de marzo de 2018, en miles de millones de dólares estadounidenses

Cuadro A

	Préstamos bancarios, total	Préstamos bancarios: Transfronterizos	Préstamos bancarios: Locales en moneda extranjera	Títulos de deuda internacionales, total	Títulos de deuda: Mantenidos por bancos	Total
(1) Crédito internacional a no residentes <sup>1</sup> en las monedas principales	7 409	4 324	3 085	8 154	1 102	15 563
USD	5 554	3 323	2 231	5 860	811	11 414
Del cual: a EME	2 085	1 041	1 044	1 582	171	3 667
EUR	1 615	872	743	2 104	290	3 719
Del cual: a EME	511	260	251	282	38	792
JPY	240	129	111	190	...	430
Del cual: a EME	44	26	19	27	...	72
(2) Crédito internacional a residentes en las monedas principales	2 282	2 282	.	6 930 <sup>2</sup>	2 487	9 212
Del cual: crédito en euros a países de la zona del euro	1 030	1 030	.	4 811	1 192	5 841
(3) Crédito internacional en otras monedas	3 610	1 429	2 181	2 367	1 087	5 976
Del cual: a EME	442	248	195	120	125	562
Crédito internacional total (suma de (1), (2) y (3)) <sup>3</sup>	13 301	8 035	5 266	17 450	4 676	30 751
Crédito internacional total (% PIB) <sup>4</sup>	16,27	9,83	6,44	21,34	5,72	37,60

<sup>1</sup> Crédito a prestatarios de fuera del área en la que la respectiva moneda es la moneda de curso legal. <sup>2</sup> Los títulos de deuda internacionales (en inglés *international debt securities*, IDS) se definen como aquellos emitidos en un mercado distinto del mercado del país de residencia del prestatario (Gruic y Wooldridge (2012)). Esto no significa necesariamente que los valores se mantengan de forma transfronteriza. Sin embargo, en la mayoría de los casos los IDS son una aproximación razonablemente exacta. <sup>3</sup> El cálculo no incluye datos nacionales de China y Argentina como en los GLI. <sup>4</sup> Importe acumulado sobre el PIB mundial trimestral en los últimos cuatro trimestres, hasta el primer trimestre de 2018.

Fuentes: FMI. *Perspectivas de la Economía Mundial*; Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; estadísticas bancarias territoriales e indicadores de liquidez mundial del BPI; cálculos del BPI; cálculos de los autores.

El crédito a no residentes recogido en los GLI puede desglosarse por instrumento en préstamos bancarios y títulos de deuda. Sin embargo, los bancos no se limitan a conceder préstamos, sino que también pueden mantener cantidades considerables de títulos de deuda internacionales (Cuadro A, quinta columna). Por lo tanto, equiparar la emisión de títulos con financiación en el mercado de capitales, como se hace con frecuencia, puede inducir a error. Al final de marzo de 2018, los bancos declarantes al BPI mantenían aproximadamente 4,7 billones de dólares en títulos de deuda internacionales, más de un cuarto del total pendiente. Sumando el total de préstamos de los bancos (primera columna) y sus posiciones en títulos de deuda (quinta columna) se obtiene la cifra del total de activos bancarios internacionales frente al sector no bancario, otro de los indicadores fundamentales de los GLI<sup>③</sup>.

① Los GLI se recopilan por país de residencia y por lo tanto no incluyen el crédito contraído por entidades extraterritoriales. ② Véase [www.bis.org/statistics/e2\\_1.pdf](http://www.bis.org/statistics/e2_1.pdf). ③ Véase [www.bis.org/statistics/e1.pdf](http://www.bis.org/statistics/e1.pdf).

## Referencias bibliográficas

Aldasoro, I., C. Borio y M. Drehmann (2018): «Indicadores de alerta temprana de crisis bancarias: ampliación de la familia», *Informe Trimestral del BPI*, marzo.

Avdjiev, S., W. Du, C. Koch y H. S. Shin (2016): «The dollar, bank leverage and the deviation from covered interest parity», *BIS Working Papers*, nº 592, noviembre.

Avdjiev, S., L. Gambacorta, L. Goldberg y S. Schiaffi (2017): «The shifting drivers of global liquidity», *BIS Working Papers*, nº 644, junio.

Avdjiev, S., R. McCauley y P. McGuire (2012): «Rapid credit growth and international credit: challenges for Asia», *BIS Working Papers*, nº 377, abril.

Banco de Pagos Internacionales (2017): «Aspectos más destacados de las estadísticas internacionales del BPI», *Informe Trimestral del BPI*, junio.

Banco de Pagos Internacionales (2018): *BIS global liquidity indicators: methodology*, abril.

Becker, B. y V. Ivashina (2014): «Cyclicality of credit supply: Firm level evidence», *Journal of Monetary Economics*, vol. 62 (C), pp. 76–93.

Borio, C. (2013): «Commentary: Global liquidity: public and private», en *Global dimensions of unconventional monetary policy*, acta del simposio del Banco de la Reserva Federal de Kansas City en Jackson Hole, agosto, pp. 261–73.

Borio, C. y P. Disyatat (2011): «Global imbalances and the financial crisis: link or no link?», *BIS Working Papers*, nº 346, mayo.

Borio, C., R. McCauley y P. McGuire (2011): «El crédito mundial y el auge del crédito interno», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre.

Borio, C., R. McCauley y P. McGuire (2017): «Swaps de divisas y contratos a plazo sobre divisas: ¿deuda mundial oculta?», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre.

Bruno, V. y H. S. Shin (2015): «Cross-border banking and global liquidity», *Review of Economic Studies*, vol. 82, nº 2. También disponible en *BIS Working Papers*, nº 458, septiembre.

Cerutti, E., S. Claessens y L. Ratnovski (2017): «Global Liquidity and Drivers of Cross-Border Bank Flows», *Economic Policy*, vol. 32, nº 89, pp. 81–125.

Cerutti, E. y G. H. Hong (2018): «Portfolio inflows eclipsing banking inflows: alternative facts?», *IMF Working Papers*, nº 18/29, febrero.

Cohen, B., D. Domanski, I. Fender y H. S. Shin (2017): «Global liquidity: a selective review», *Annual Review of Economics*, vol. 9, pp. 587–612.

Comité sobre el Sistema Financiero Global (CSFG) (2011): *Global liquidity – concept, measurement and policy implications*, *CGFS Papers*, nº 45, noviembre.

Ehlers, T. y P. McGuire (2017): «Foreign bank and credit conditions in EMEs», *BIS Papers*, nº 91, pp. 101–23.

Gruić, B. y P. Wooldridge (2012): «Mejoras en las estadísticas del BPI sobre títulos de deuda», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre.

Hofmann, B., I. Shim y H. S. Shin (2017): «Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation», *BIS Working Papers*, nº 538, mayo.

Maggiore, M., B. Neiman y J. Schreger (2018): «International currencies and capital allocation», *NBER Working Papers*, nº 24673, mayo.

McCauley, R., A. Bénétrix, P. McGuire y G. von Peter (2017): «Financial deglobalisation in banking?», *BIS Working Papers*, nº 650, junio.

McCauley, R., P. McGuire y V. Sushko (2015a): «Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage», *BIS Working Papers*, nº 483, enero.

McCauley, R., P. McGuire y V. Sushko (2015b): «Crédito en dólares a economías de mercado emergentes», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre.

Rey, H. (2013): «Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence», en *Global dimensions of unconventional monetary policy*, acta del simposio del Banco de la Reserva Federal de Kansas City en Jackson Hole, agosto, pp. 285–333.

Shin, H. S. (2013): «The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies», intervención en la Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference, 3–5 de noviembre.

Turner, P. (2013): «The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs» *BIS Working Papers*, nº 441, febrero.