

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. Este capítulo resume los últimos datos sobre las estadísticas bancarias internacionales e indicadores de liquidez mundial disponibles hasta septiembre de 2014. También se incluye un recuadro sobre el trasfondo e interpretación de los indicadores de liquidez mundial.

Resumen

- En términos agregados, la actividad bancaria internacional continuó su expansión durante el tercer trimestre de 2014, tras haber llegado a un punto de inflexión en el primero. La emisión de títulos de deuda internacionales siguió creciendo a un ritmo vigoroso, impulsada por unos rendimientos de la deuda soberana muy bajos (incluso negativos).
- Más concretamente, a finales de septiembre de 2014, el crédito en dólares estadounidenses concedido a entidades no bancarias fuera de Estados Unidos alcanzó 9,2 billones de dólares, un 9% más que un año antes y más del 50% por encima del nivel de finales de 2009. Esta cifra incluía 4,2 billones de dólares en títulos de deuda y 4,9 billones de dólares en préstamos bancarios.
- Los préstamos bancarios en la zona del euro crecieron, pero con diferencias entre países que no se explican por el tradicional patrón centro-periferia.
- El crédito transfronterizo dirigido a economías de mercado emergentes (EME) de Asia siguió creciendo rápidamente. Pese a que los activos de los bancos declarantes al BPI frente a China fueron un 40% superiores a los de un año antes, también mostraron signos de estar tocando techo, al incrementarse tan solo un 3% en el tercer trimestre de 2014 respecto del trimestre anterior. Los activos de los bancos declarantes frente a bancos chinos se redujeron durante el tercer trimestre.

¹ Este artículo ha sido elaborado por Benjamin Cohen (ben.cohen@bis.org) y Cathérine Koch (catherine.koch@bis.org). Pablo Garcia-Luna, Sebastian Goerlich, Branimir Gruic, Jeff Slee y Jhuvesh Sobrun han proporcionado apoyo estadístico.

- La actual intensidad de los flujos de capital transfronterizos hacia EME, sobre todo de Asia Oriental, podría alentar aún más los auges del crédito interno en estos países. En otras economías y regiones emergentes, el crédito transfronterizo sigue lastrando el crecimiento del crédito interno.
- El crédito a prestatarios rusos cayó de manera muy significativa en el tercer trimestre de 2014, contribuyendo a una disminución interanual del 15%.
- Al igual que en anteriores fases de recuperación del ciclo económico, en los últimos años se ha producido un incremento de la emisión de acciones. Al mismo tiempo, al menos en Estados Unidos, la recompra de acciones propias ha superado a la emisión nueva. Estas tendencias se examinan en un recuadro más adelante.
- Este capítulo también incluye un recuadro sobre el trasfondo e interpretación de los indicadores de liquidez mundial del BPI.

Flujos de crédito internacionales y la economía de múltiples velocidades

Durante el segundo semestre de 2014, los flujos mundiales tanto bancarios como de capitales siguieron ajustándose en función de los cambiantes patrones de la demanda mundial. Durante varios años tras la Crisis Financiera Mundial, las economías avanzadas más grandes atravesaron serias dificultades debido a sus balances sobrecargados y sistemas bancarios débiles, al tiempo que el capital fluía hacia economías de mercado emergentes de rápido crecimiento que ofrecían atractivas oportunidades de inversión. Más recientemente, la situación ha evolucionado hacia una economía mundial de «múltiples velocidades» caracterizada por: un crecimiento más robusto en algunas economías avanzadas, en particular Estados Unidos y el Reino Unido; perspectivas decepcionantes en la zona del euro y Japón; y una ralentización en algunas economías emergentes, pero no todas.

A medida que los sistemas bancarios se han ido recuperando y la apetencia por el riesgo se ha mantenido alta, el préstamo bancario internacional se ha recuperado en las economías avanzadas, aunque sigue muy por debajo de sus niveles precrisis. Al mismo tiempo, ha seguido creciendo a buen ritmo en las EME, sobre todo en Asia. El crédito bancario ha retomado así su papel de principal vehículo de liquidez mundial.

El resurgimiento del crédito bancario internacional ha ido acompañado de niveles persistentemente altos de emisión en el mercado internacional de bonos (lo que algunos han descrito como una «segunda fase de liquidez mundial»²). En este entorno, algunas economías siguen registrando un rápido crecimiento del crédito que es característico de las fases finales de los ciclos financieros y, en algunos casos, los flujos de crédito internacional han contribuido a acrecentar estos auges financieros.

² Véase Shin, Hyun Song, (2013), «The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies», *proceedings of the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference*, noviembre, pp. 1–10.

Esta sección hace un repaso de la evolución de los flujos internacionales de financiación, centrándose en los datos bancarios y sobre títulos recopilados por el BPI. Esta evolución se presenta en el contexto más amplio de la experimentada por las cifras agregadas de liquidez y crédito a nivel mundial. La mayoría de los datos están disponibles hasta finales del tercer trimestre de 2014, si bien algunas fuentes de datos y la evolución del precio de mercado pueden arrojar luz sobre la probable evolución en el cuarto trimestre de 2014 y el principio de 2015. Para el análisis, se han tomado en cuenta los indicadores de liquidez mundial desarrollados por el BPI y hasta ahora publicados en la página web del BPI como un conjunto independiente de datos estadísticos. El recuadro 1 ofrece más detalles sobre el trasfondo y la interpretación de estos indicadores.

Los flujos mundiales de crédito siguen fuertes a medida que se reactiva el crédito bancario

Los flujos de crédito mundiales, que incluyen el préstamo bancario internacional y la emisión de títulos de deuda internacionales, permanecieron fuertes durante el tercer trimestre de 2014, aunque todavía por debajo de sus niveles pre-crisis (Gráfico 1).

El patrón histórico conforme por el que los activos bancarios internacionales tienden a aumentar en términos agregados cuando la volatilidad de mercado es baja o se está reduciendo parece haberse confirmado en el transcurso de 2014 (Gráfico 1, panel superior). Solo se conocerá el pleno impacto del incremento de la volatilidad de mercado acercándose a sus promedios históricos a finales de 2014 y primeros meses de 2015 cuando estén disponibles los datos bancarios para esos períodos³. Sin embargo, los datos preliminares del mercado de préstamos sindicados apuntan a que el crédito bancario internacional se mantuvo fuerte durante el cuarto trimestre.

En paralelo a la recuperación del crédito bancario, los títulos de deuda han seguido siendo un importante canal para el flujo crediticio mundial (Gráfico 1, panel inferior). En 2014, la emisión acumulada de títulos de deuda internacionales, neta de amortizaciones, ascendió a 178 000 millones de dólares en las economías avanzadas y 359 000 millones de dólares en las economías emergentes (Gráfico 8, paneles inferiores)⁴.

Si consideramos el crédito agregado en un sentido más amplio, el crecimiento del crédito (a través de bancos y mercados de títulos, pero excluyendo flujos interbancarios) a no residentes denominado en dólares y euros respectivamente continuó superando el crecimiento del crédito a residentes de las respectivas zonas monetarias (Gráfico 2, paneles derechos). Por primera vez desde 2011, el préstamo bancario en dólares estadounidenses a sectores no financieros fuera de Estados

³ Véase «Una nueva oleada de acomodación monetaria», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2015.

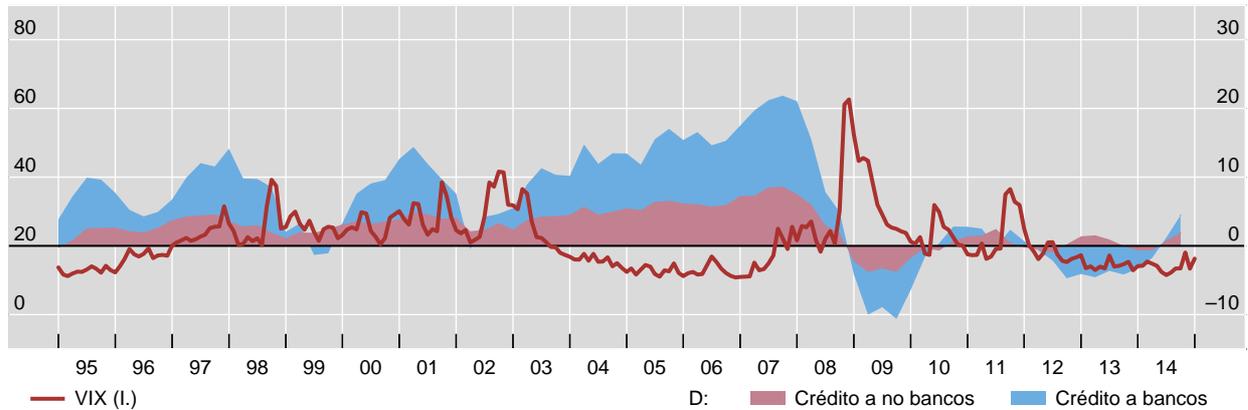
⁴ Los flujos financieros, representados por las cifras de emisión de títulos en el panel inferior del Gráfico 1, no son estrictamente comparables con los activos bancarios del panel superior. Más concretamente, los datos sobre activos bancarios se basan en conceptos de balanza de pagos, al contrario que los datos sobre la emisión de títulos. Por ejemplo: parte de los «títulos de deuda internacionales» (básicamente títulos emitidos por no residentes) son adquiridos por residentes locales (lo que se contabilizaría como inversión transfronteriza), mientras que los títulos locales (títulos no clasificados aquí como internacionales) los compran a menudo los no residentes.

Activos bancarios internacionales, títulos de deuda internacionales y volatilidad

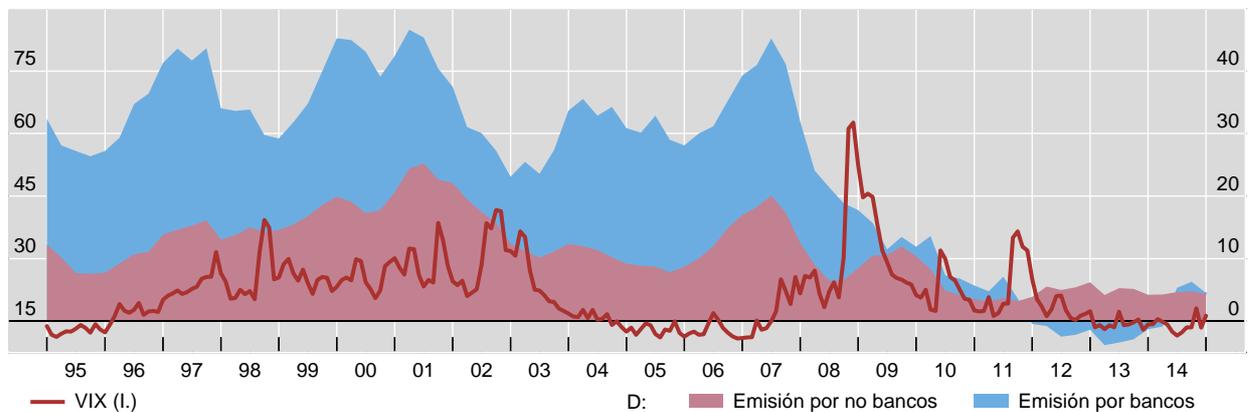
Crecimiento interanual, en porcentaje

Gráfico 1

Activos bancarios internacionales¹



Títulos de deuda internacionales²



¹ Incluye el crédito transfronterizo y el crédito local en moneda extranjera concedido por todos los bancos declarantes al BPI. ² Emisión neta. Toda la gama de instrumentos, vencimientos y emisores.

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

Estados Unidos creció más rápido que el crédito a no residentes mediante emisión de títulos de deuda internacionales, lo que indicaría una reactivación sostenida de la actividad de los bancos que operan a nivel mundial.

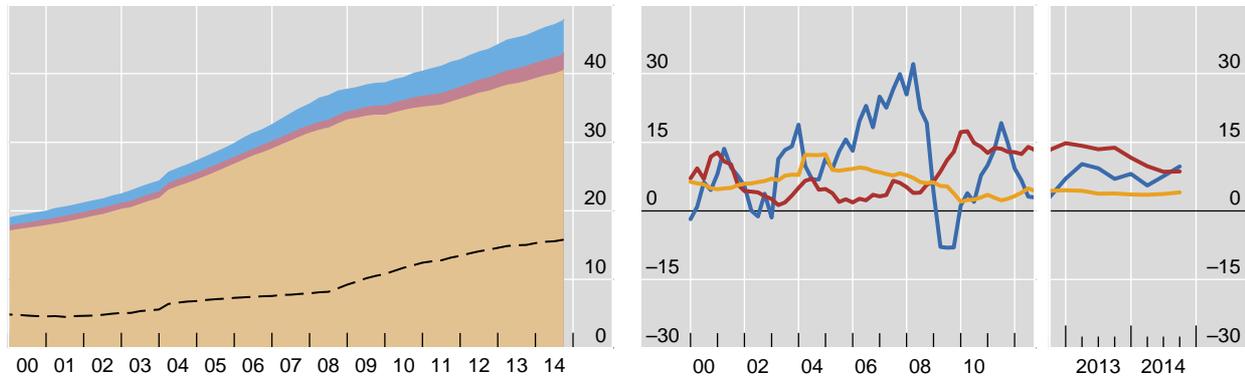
A finales de septiembre de 2014, el crédito en dólares estadounidenses a entidades no financieras de fuera de Estados Unidos alcanzó 7,3 billones de dólares, lo que supone un 9% más con respecto a un año antes (Gráfico 2, paneles superiores). Los préstamos bancarios en dólares a entidades no financieras no estadounidenses aumentaron un 9,7% en los doce meses que van hasta septiembre de 2014 hasta situarse en 4,9 billones de dólares, mientras que los títulos emitidos por estos prestatarios crecieron un 8,6% hasta los 2,4 billones de dólares. Si se incluye el crédito a entidades financieras no bancarias, el total se sitúa en 9,2 billones de dólares⁵. Esta última cifra tal vez refleje mejor la situación del crédito en dólares estadounidenses a no residentes, ya que muchas de estas entidades

⁵ Véase R. McCauley, P. McGuire y V. Sushko, «Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage», *BIS Working Papers*, nº 483, enero de 2015.

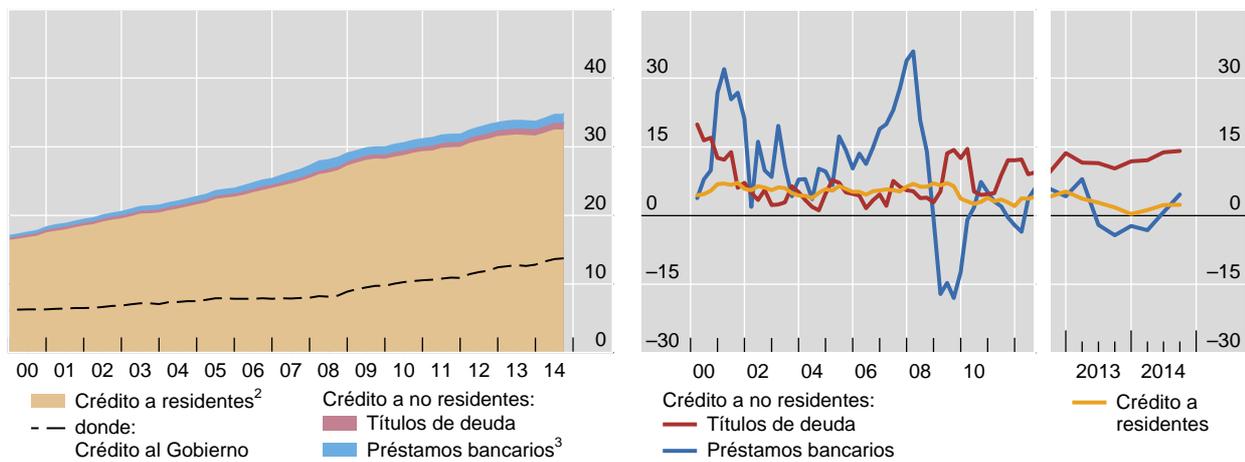
Volumen, en billones de dólares de EEUU

Crecimiento interanual, en porcentaje

Crédito en dólares de EEUU



Crédito en euros¹



¹ A tipos de cambio constantes a finales de T3 2014. ² Crédito al sector no financiero de EEUU/zona del euro según cuentas financieras, excluido crédito a prestatarios en monedas distintas de la moneda local (es decir, préstamos transfronterizos y locales, y bonos internacionales en circulación, en monedas distintas de la moneda local). ³ Préstamos transfronterizos y locales a entidades no bancarias fuera de Estados Unidos/zona del euro. Para China y Hong Kong RAE, los préstamos locales se basan en datos nacionales sobre préstamo local total en moneda extranjera, bajo el supuesto de que el 80% se denomina en dólares de EEUU. Para otros países no declarantes al BPI, los préstamos locales en USD/EUR a entidades no bancarias se aproximan mediante los préstamos transfronterizos brutos en USD/EUR concedidos por todos los bancos declarantes al BPI a bancos dentro del país, bajo el supuesto de que estos fondos se conceden después a entidades no bancarias.

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

financieras no bancarias proporcionan financiación en dólares directamente a empresas no financieras.

El crédito en euros a entidades no financieras fuera de la zona del euro alcanzó un total de 2,3 billones de dólares, es decir, se incrementó un 8,5% respecto del nivel registrado un año antes (Gráfico 2, paneles inferiores). El crédito bancario en euros a entidades no bancarias fuera de la zona aumentó un 5% interanual hasta situarse en 1,3 billones de euros. Este fue el segundo trimestre consecutivo de crecimiento del crédito bancario denominado en euros dirigido a no residentes distintos de bancos, tras cuatro trimestres de descensos.

Junto con el crecimiento del crédito local y transfronterizo, la emisión de capital ha tomado fuerza en las economías avanzadas en los últimos años, aunque, al

menos en Estados Unidos, esto se ha visto compensado por un incremento de la recompra de acciones propias (véase el Recuadro 2).

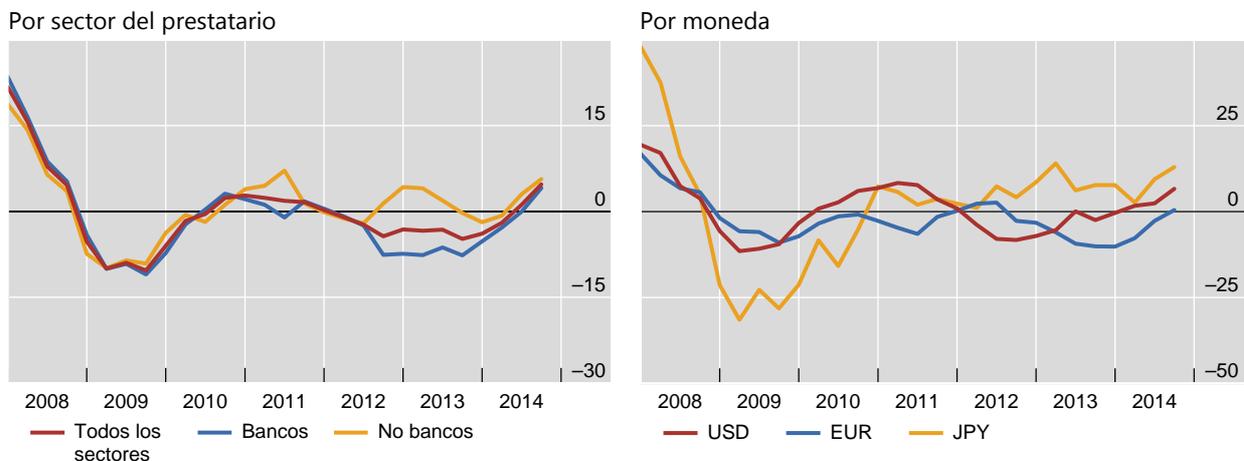
Volviendo a los flujos bancarios agregados, la actividad bancaria internacional (incluido el mercado interbancario) comenzó a crecer en el primer trimestre de 2014 y continuó su expansión en el segundo y tercero (Gráfico 3, panel izquierdo)⁶. Los activos transfronterizos de los bancos a nivel mundial frente a todos los sectores crecieron 494 000 millones de dólares entre finales de junio y finales de septiembre de 2014, tras ajustes por rupturas en las series y variaciones de tipo de cambio. En consecuencia, la tasa de crecimiento interanual alcanzó el 5% a finales de septiembre de 2014, desde el 1% de finales de junio del mismo año. El crédito a entidades no bancarias se incrementó al 6%, un ritmo ligeramente más rápido que el del crédito a bancos, que avanzó un 4% (Gráfico 3, panel izquierdo).

El crédito transfronterizo a todos los prestatarios (bancos y no bancos) de economías avanzadas aumentó un 3%, y el dirigido a las EME lo hizo a una tasa del 11% en los doce meses hasta septiembre de 2014 (Gráfico 4, primer panel). Dado que las primeras aún representan el grueso del total, el reciente aumento de los activos transfronterizos globales sigue estando muy por debajo del ritmo registrado antes de la crisis. En los doce meses que van hasta septiembre de 2007, el crédito transfronterizo a las economías avanzadas creció un 22% (en términos ajustados

Activos transfronterizos

Variación porcentual anual¹

Gráfico 3



¹ Calculada como la suma de las variaciones ajustadas en función de tipos de cambio y rupturas de las series durante los cuatro trimestres previos, dividida por la cantidad en circulación un año antes. ² 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.

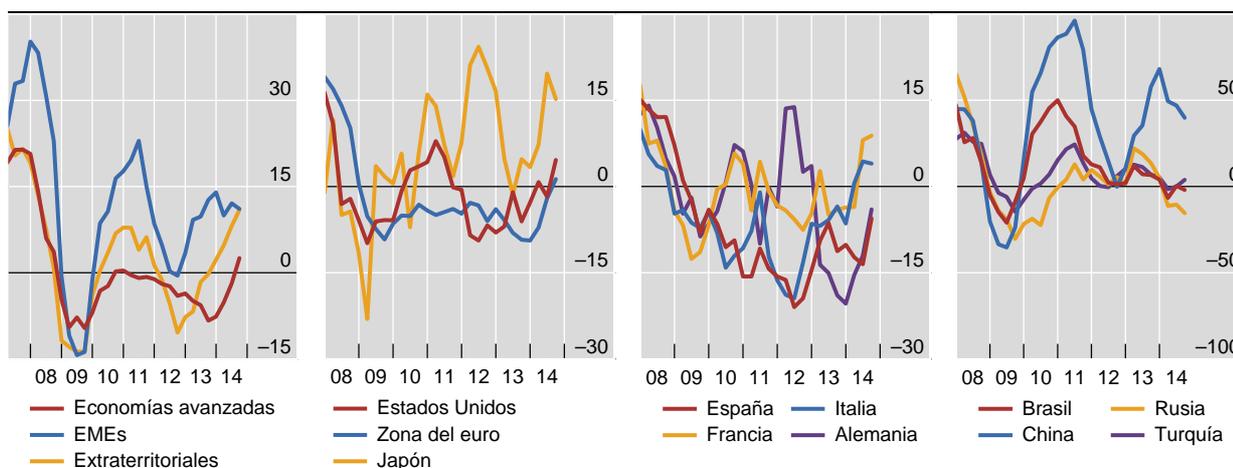
Fuente: estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia (Cuadros 1, 5A, 6A y 6B).

⁶ Las estadísticas bancarias territoriales se estructuran en base al país de residencia de las oficinas bancarias y recogen la actividad de todas las sucursales activas a nivel internacional ubicadas en el país declarante, independientemente de la nacionalidad de la matriz. Los bancos contabilizan sus posiciones en términos no consolidados, incluyéndose por tanto las que mantienen frente a sus propias sucursales de otros países. La depreciación del euro y otras principales monedas frente al dólar estadounidense entre finales de junio y finales de septiembre de 2014 redujo el valor declarado en dólares estadounidenses del *volumen en vigor* de activos denominados en monedas distintas del dólar. Nótese sin embargo que las *tasas de crecimiento* aquí recogidas se ajustan por efectos del tipo de cambio.

Activos transfronterizos, por país de residencia del prestatario

Variación porcentual anual¹

Gráfico 4



¹ Calculada como la suma de las variaciones ajustadas en función de tipos de cambio y rupturas de las series durante los cuatro trimestres previos, dividida por la cantidad en circulación un año antes.

Fuente: estadísticas bancarias territoriales del BPI por país de residencia (Cuadros 1, 5A, 6A y 6B).

por el tipo de cambio) y el dirigido a las EME un 33%. El volumen en vigor de activos transfronterizos frente a economías avanzadas, que en septiembre de 2014 se situaba en 21,1 billones de dólares, continúa por debajo de los 28,4 billones registrados en el primer trimestre de 2008. En cambio, los activos frente a mercados emergentes se sitúan ahora muy por encima de sus niveles precrisis. En septiembre de 2014 alcanzaron los 3,9 billones de dólares, frente a los 2,7 billones de dólares registrados en primer trimestre de 2008.

En línea con la evolución antes mencionada del crédito total en dólares concedido a entidades no bancarias no residentes, la tasa de crecimiento anual del crédito bancario transfronterizo agregado en dólares estadounidenses creció desde el 2% registrado en los doce meses hasta finales de junio de 2014, hasta casi el 7% en los doce meses hasta finales de septiembre de 2014 (Gráfico 3, panel derecho). Los activos denominados en yenes crecieron incluso más rápido, rozando el 13% interanual en el tercer trimestre, respecto del 9% a finales del segundo. En cambio, los activos denominados en euros prácticamente no experimentaron variaciones, aunque crecieron en términos relativos, dado que en septiembre de 2014 dejaron de disminuir en base anual por primera vez desde 2012.

Continúan los flujos bancarios hacia Asia, mientras que los dirigidos a otras regiones se quedan atrás

En este contexto global, el flujo de crédito evolucionó de distinta manera entre países y regiones. El nivel de préstamos a Japón y otros países asiáticos se mantuvo fuerte; los flujos hacia las economías avanzadas, incluidos algunos países de la zona del euro, dieron muestras de estar revitalizándose, mientras que los dirigidos a EME no asiáticas fueron por lo general débiles.

Entre las economías avanzadas, destaca la recuperación del crédito bancario transfronterizo a Japón (Gráfico 4, segundo panel). Los activos frente a residentes en Japón continuaron creciendo a un ritmo muy rápido (15% interanual), impulsados por un acusado incremento de la tasa de crecimiento del crédito concedido a entidades no bancarias (del 20% a finales de junio de 2014 al 31% a finales de septiembre del mismo año).

El crédito transfronterizo concedido a residentes en Estados Unidos aumentó un 5% interanual hasta finales de septiembre de 2014, gracias al crecimiento del 7% de los activos frente a los bancos estadounidenses.

Los activos transfronterizos frente a la zona del euro también crecieron respecto del año anterior, aunque a un ritmo mucho más lento. El incremento interanual del 1% hasta finales de septiembre de 2014 fue el primero desde el último trimestre de 2008, lo cual indica una reactivación gradual de la actividad financiera transfronteriza tras las crisis de la deuda soberana de 2011–12.

Dentro de la zona del euro, tras el incremento agregado se ocultan divergencias significativas entre países. Por un lado, los activos transfronterizos frente a Francia e Italia crecieron a tasas anuales del 9% y el 4% respectivamente (Gráfico 4, tercer panel). Por el otro, el crédito transfronterizo dirigido a España y Alemania se contrajo a tasas anuales de casi el 6% y el 4% respectivamente. Esta evolución no se ajusta a la tradicional división de la zona del euro en países del «centro» y la «periferia».

Los patrones observados en los flujos bancarios transfronterizos agregados se reflejaron en la concesión de crédito al sector privado no bancario en todas las regiones (Gráfico 5). En la mayoría de las regiones, el crédito bancario local a entidades no bancarias continúa creciendo más rápido que el crédito transfronterizo dirigido a estos prestatarios, con lo que el actual volumen de crédito interno excede ampliamente al de crédito transfronterizo. En el caso de Estados Unidos, el crédito bancario transfronterizo a entidades no bancarias se incrementó un 2% interanual, en comparación con un avance del 9% en el crédito interno (Gráfico 5, panel superior central). En cuanto a América Latina, el crédito bancario transfronterizo creció un 3% y el crédito interno un 13% (Gráfico 5, panel inferior central). En la zona del euro, al igual que en las economías emergentes de Europa, el crédito interno y el transfronterizo a entidades no bancarias permanecieron estancados o descendieron (Gráfico 5, paneles derechos).

Al mismo tiempo, el crédito transfronterizo hacia las economías emergentes de Asia-Pacífico continuó evolucionando con paso firme (Gráfico 5, panel inferior izquierdo). El crédito bancario transfronterizo a entidades no bancarias de esa región aumentó al menos un 21% interanual, mientras que el crédito interno lo hizo un 9%. La mayor parte del aumento del crédito transfronterizo estuvo impulsado por China (véase más adelante). Ahora bien, la participación del crédito transfronterizo en Asia con respecto a la del crédito interno es con mucho la más baja de todas las regiones consideradas.

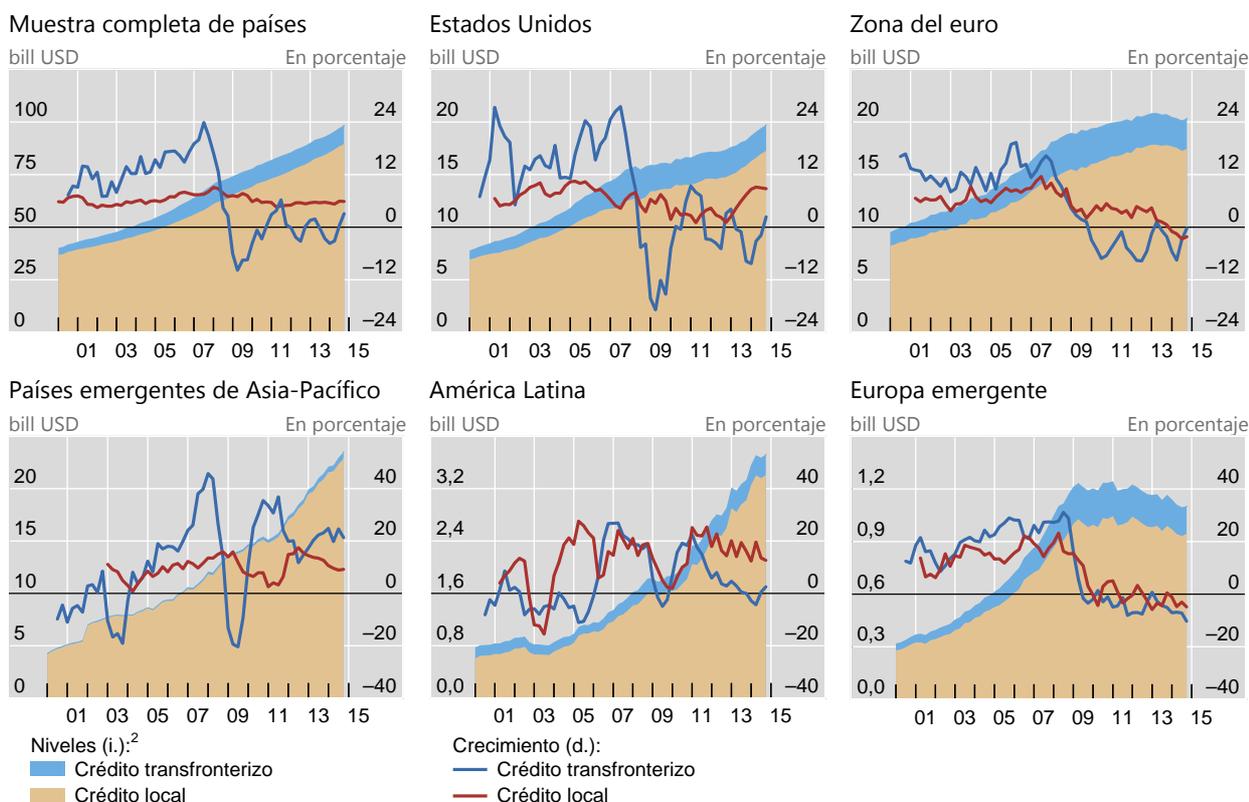
Dentro de este panorama general, los patrones varían de manera significativa entre países. Esto puede constatarse examinando dos conjuntos de datos diferentes, pero relacionados: el crédito transfronterizo a todos los residentes, incluidos bancos y entidades no bancarias (tal y como muestra el Gráfico 4); y el crédito bancario, interno y transfronterizo, a entidades no bancarias (Gráfico 6).

El crecimiento del crédito bancario transfronterizo concedido al sector no bancario en China fue relativamente rápido en los doce meses hasta septiembre de

Volúmenes agregados de crédito bancario internacional, por región prestataria¹

A tipos de cambio constantes de finales de T3 2014.

Gráfico 5



¹ Datos agregados para una muestra de 56 países declarantes. ² Crédito bancario total concedido a prestatarios no bancarios (incluidos gobiernos), ajustado utilizando diversos componentes de las estadísticas bancarias del BPI para generar un desglose por monedas del crédito transfronterizo y del crédito interno.

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

2014 (Gráfico 6, primera fila). El crédito internacional recibido por China es considerable en términos absolutos: China ocupa el séptimo puesto en cuanto al total de activos transfronterizos (a entidades bancarias y no bancarias) en las estadísticas bancarias territoriales del BPI.

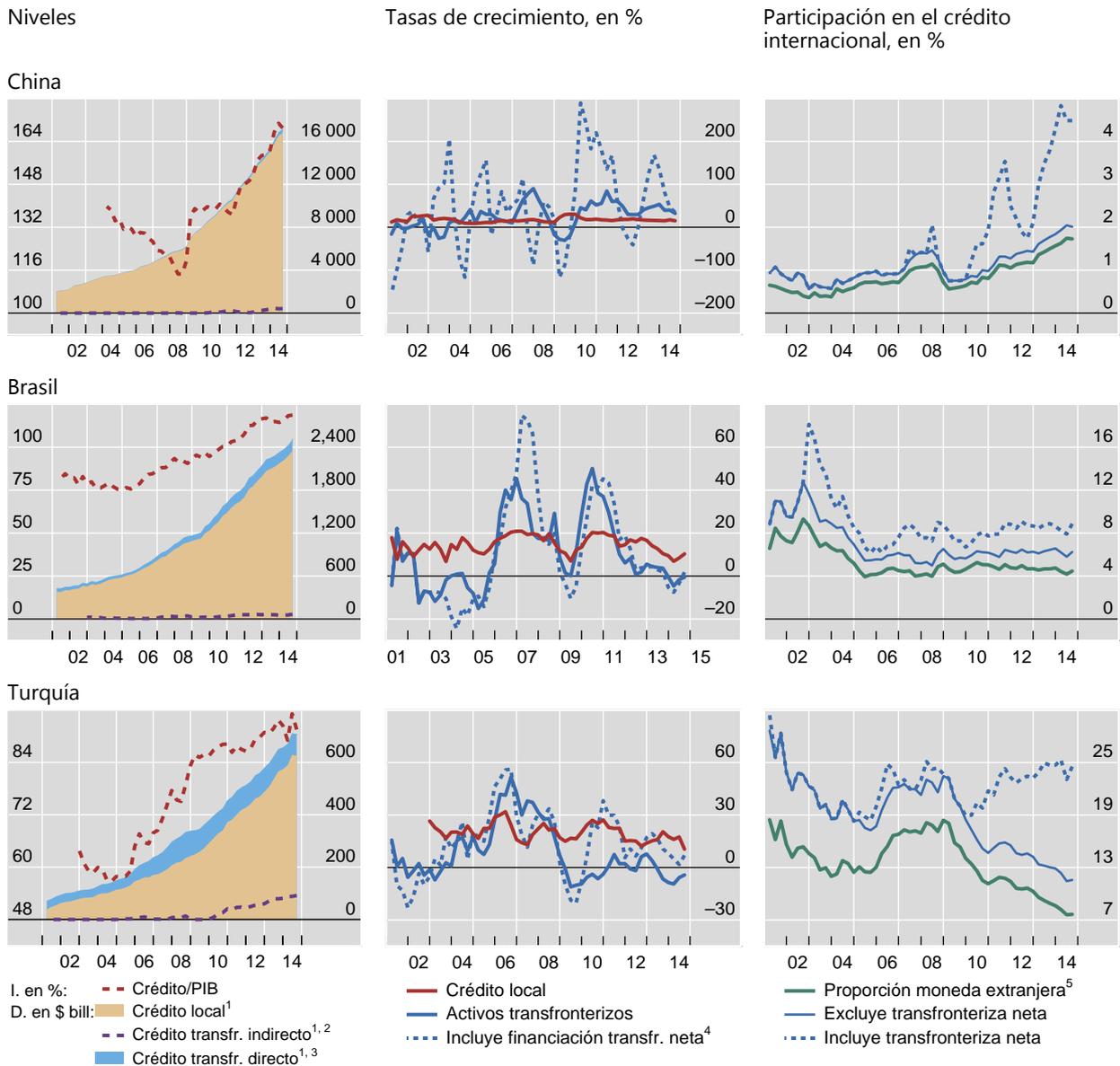
Ahora bien, el crédito transfronterizo sigue siendo escaso si se compara con el crédito interno en China, y además parece haber tocado techo en el segundo trimestre de 2014. Aunque el total de activos transfronterizos frente a prestatarios chinos (a bancos y entidades no bancarias) incluidos en las estadísticas bancarias territoriales del BPI se incrementó casi un 40% entre finales de septiembre de 2013 y de 2014 (Gráfico 4, cuarto panel), estos activos aumentaron solo un 3% en el tercer trimestre de 2014 respecto del segundo. Los activos frente a China, según las estadísticas bancarias consolidadas del BPI, en realidad disminuyeron en el tercer trimestre (activos exteriores, en base al riesgo último)⁷. Esto se explica por el menor

⁷ Las estadísticas bancarias consolidadas se estructuran en función de la nacionalidad de los bancos declarantes y se presentan consolidadas a nivel mundial, es decir, excluyendo las posiciones entre sucursales bancarias de un mismo grupo. Los bancos consolidan sus posiciones intragrupo y declaran solamente los activos frente a prestatarios no relacionados. Las estadísticas bancarias consolidadas no se desglosan por monedas y, por tanto y a diferencia de lo que ocurre con las

Crédito bancario a entidades no bancarias en determinadas economías

A tipos de cambio constantes de finales de T3 2014.

Gráfico 6



¹ Crédito total expresado en dólares de EEUU, excluidos efectos de valoración. ² Endeudamiento transfronterizo neto (pasivo menos activo) procedente de todos los sectores de bancos situados en el país. ³ Activos transfronterizos (incluidos préstamos y tenencias de títulos) de bancos declarantes al BPI frente a entidades no bancarias. ⁴ Incluye activos transfronterizos directos más endeudamiento transfronterizo neto (si es positivo) por bancos en el país, bajo el supuesto de que este crédito transfronterizo acaba trasladándose a entidades no bancarias radicadas en el país.

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

aumento de los activos frente a los bancos chinos, lo que sugiere que los esfuerzos de las autoridades por establecer condiciones crediticias más estrictas en el sector bancario han empezado a dejarse sentir.

estadísticas bancarias territoriales, no pueden calcularse cambios ajustados en función del tipo de cambio.

Los activos transfronterizos frente a Brasil retrocedieron casi un 2% en los doce meses hasta finales de septiembre de 2014 (Gráfico 4, cuarto panel). El crédito transfronterizo a entidades no bancarias en Brasil se ha moderado en los últimos tres años, reforzando con ello una gradual ralentización del crecimiento anteriormente rápido del crédito interno (Gráfico 6, paneles centrales).

En Turquía, el crecimiento general de los activos transfronterizos permanece bajo (Gráfico 4, cuarto panel), principalmente por el bajo crecimiento del crédito transfronterizo directo a entidades no bancarias. No obstante, se ha producido un crecimiento algo más rápido de la financiación «indirecta» del sector no bancario, que incluye el crédito transfronterizo concedido a bancos locales (Gráfico 6, paneles inferiores).

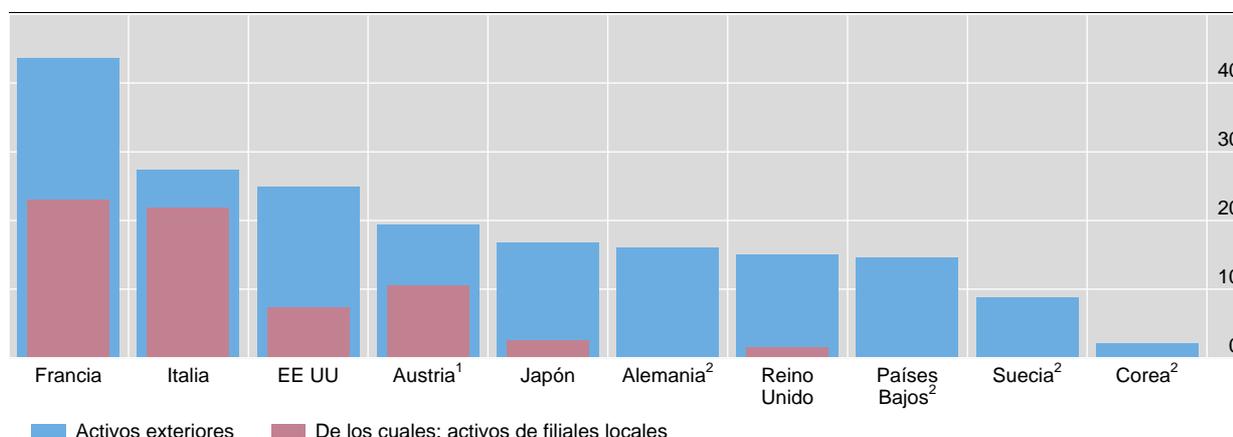
El crédito a prestatarios rusos (bancos y no bancos) se contrajo intensamente en el tercer trimestre de 2014 en un contexto de abaratamiento del precio del petróleo y sanciones económicas. Los activos frente a residentes en Rusia se redujeron en 11 000 millones de dólares entre finales de junio y finales de septiembre de 2014, contribuyendo con ello a una disminución interanual acumulada del 15% (Gráfico 4, cuarto panel). Además de los activos transfronterizos, los bancos con operativa internacional también detentaban activos frente a Rusia a través de sus filiales locales. Las estadísticas bancarias consolidadas revelan que, a finales de septiembre de 2014, los bancos declarantes al BPI tenían contabilizados a nivel local activos frente a residentes en Rusia por un total de 81 000 millones de dólares. La mayor parte de estas posiciones las detentaban bancos franceses, italianos, estadounidenses y austriacos en septiembre de 2014 (Gráfico 7). Los bancos franceses acaparaban el grueso de los activos exteriores frente a Rusia (44 000 millones de dólares), seguidos de los italianos (27 000 millones) y estadounidenses (25 000 millones).

La mayor parte de estos activos locales estaban denominados en rublos, financiados en su mayoría mediante pasivos denominados en rublos frente a residentes en Rusia. Si sumamos los activos transfronterizos y los de las filiales

Activos exteriores (en base al riesgo último) frente a Rusia, por nacionalidad del banco declarante.

Finales de septiembre de 2014, en miles de millones de dólares de EEUU

Gráfico 7



¹ En el caso de los bancos austriacos, los activos locales representan activos solo en rublos rusos, excluyendo activos en otras monedas. ² Por motivos de confidencialidad, no se muestra la cantidad de activos locales.

Fuentes: estadísticas bancarias consolidadas del BPI (Cuadros 9D y 9E).

locales, a finales de septiembre de 2014 los activos exteriores de los bancos declarantes al BPI frente a Rusia ascendían a 196 000 millones de dólares en base al riesgo último (es decir, tras realizar los ajustes pertinentes para tener en cuenta coberturas de riesgo crediticio tales como garantías y colateral)⁸. Los activos exteriores de los bancos franceses se distribuyeron más o menos equitativamente entre activos transfronterizos y activos contabilizados por sus filiales locales rusas. Para los bancos italianos, los activos locales supusieron la mayoría de sus activos exteriores. En cambio, para los estadounidenses, la mayoría sus activos exteriores correspondían a exposiciones transfronterizas.

Las primas por plazo bajas favorecen la emisión de deuda

La emisión de títulos de deuda a largo plazo se vio impulsada por una rápida disminución de los rendimientos de la deuda soberana, sobre todo hacia finales de 2014⁹. En las economías avanzadas, la emisión neta de deuda internacional en 2014 rozó las altas tasas alcanzadas inmediatamente después de la crisis financiera global (Gráfico 8, panel inferior izquierdo). El ritmo de la nueva emisión en EME en 2014 se mantuvo en la línea de años anteriores (Gráfico 8, panel inferior derecho).

Tal y como ha sido el caso en los últimos años, la fuerza del dólar estadounidense impulsó la emisión denominada en dólares¹⁰. La emisión de deuda internacional denominada en dólares estadounidenses, neta de amortizaciones, ascendió a 106 000 millones de dólares en el cuarto trimestre de 2014, mientras que la emisión neta denominada en euros tan solo supuso 9 800 millones de dólares. Para el conjunto del año, la emisión neta denominada en dólares fue de 650 000 millones de dólares, frente a los 5 000 millones de amortizaciones netas de títulos denominados en euros.

Las empresas no pertenecientes al sector bancario acapararon la mayoría del endeudamiento neto en los mercados de títulos de deuda internacionales de las economías avanzadas (Gráfico 8, panel superior izquierdo). En cambio, tanto bancos como entidades no bancarias y gobiernos en general utilizaron este canal en las EME (Gráfico 8, panel superior derecho). En los últimos años, las empresas del sector del petróleo y el gas han tenido un papel significativo en la emisión de títulos de deuda internacionales por entidades de mercados emergentes¹¹.

⁸ Los activos transfronterizos en las estadísticas bancarias territoriales difieren de los que aparecen en las estadísticas bancarias consolidadas, debido principalmente a que el universo de declarantes es diferente y a que los activos intragrupo se incluyen en las primeras pero no en las segundas.

⁹ Véase «Las políticas se acomodan aún más», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2015.

¹⁰ Véase B. Cohen, «Elección de moneda en la emisión de deuda internacional», *Informe Trimestral del BPI*, junio de 2005.

¹¹ Véase más información en D. Domanski, H. S. Shin, M. Lombardi y J. Kearns, «Petróleo y deuda», *Informe Trimestral del BPI*, marzo de 2015.

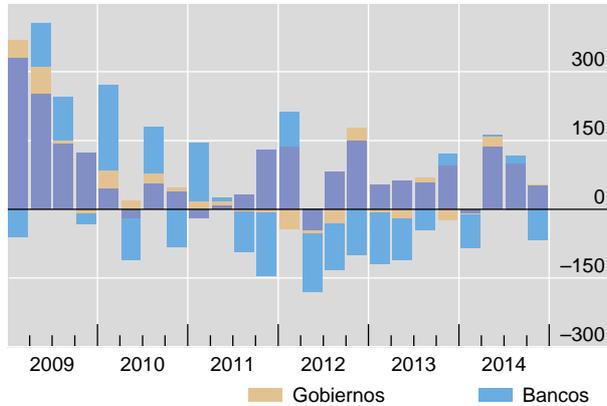
Títulos de deuda internacionales¹

En miles de millones de dólares estadounidenses

Gráfico 8

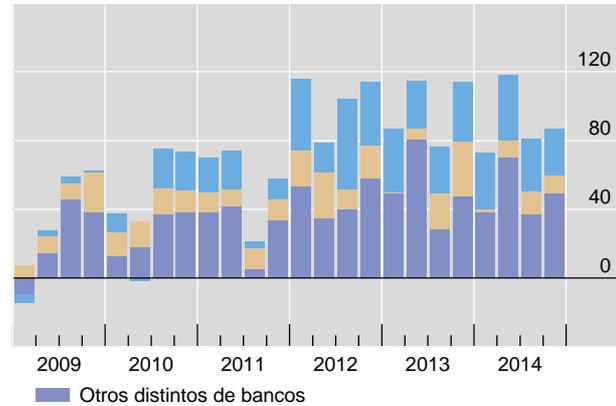
Economías avanzadas²

Emisión neta

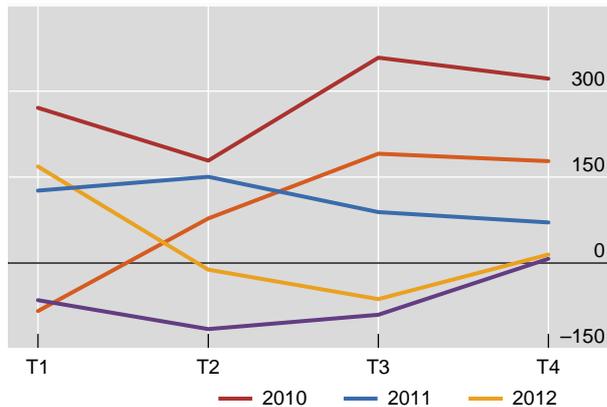


Economías de mercado emergentes^{2,3}

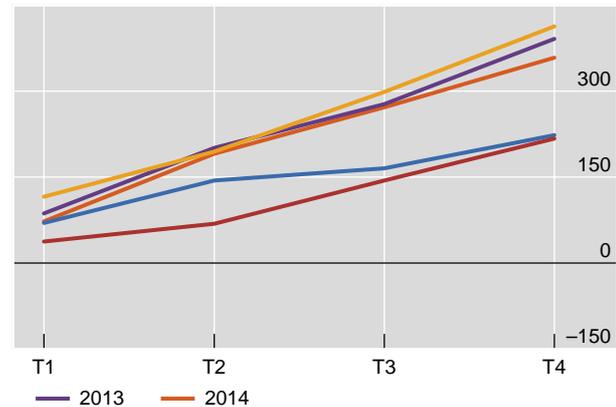
Emisión neta



Emisión neta acumulada⁴



Emisión neta acumulada⁴



¹ Toda la gama de emisores y vencimientos, por nacionalidad del emisor. ² La lista de países puede consultarse en el anexo estadístico. ³ Incluye Hong Kong RAE y Singapur. ⁴ Emisión trimestral acumulada neta.

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

El cambio en los patrones de los flujos de financiación presiona a los prestatarios

El cambio de los patrones de los flujos mundiales bancarios y de capitales puede tener importantes implicaciones para los riesgos de estabilidad financiera. Algunos indicadores de alerta temprana pueden ayudar a identificar la acumulación de dichos riesgos, al destacar los auges financieros inusualmente fuertes y las vulnerabilidades agregadas para los aumentos de tasas de interés. Ahora bien, estos indicadores están sujetos inevitablemente a un considerable margen de error, por lo que deberían interpretarse con cautela. Los indicadores que se han considerado útiles en el pasado son el incremento de la relación entre crédito y PIB, y la subida de los precios de los inmuebles, así como el coeficiente de servicio de la deuda (amortización del principal y pago de intereses en proporción a la renta), todos ellos

en relación con sus tendencias de largo plazo¹². En el caso de algunos países, estos indicadores sugieren la posible acumulación de riesgos (Cuadro 1)¹³.

Por lo general, la financiación transfronteriza impulsa la fase alcista de los ciclos financieros locales y, a través del inevitable cambio de tendencia posterior, acentúa el subsiguiente desplome¹⁴. Por tanto, el elevado nivel actual de flujos transfronterizos de capital hacia China y otras economías de Asia oriental podría contribuir a reforzar los auges cíclicos en esos países, aunque, tal y como ya se ha mencionado, al menos para China, la tendencia podría estar cambiando de signo. Cabe asimismo la posibilidad de que algunos países se muestren vulnerables a un incremento en el rendimiento de la deuda a escala internacional, como podría ocurrir si los principales bancos centrales empezaran a preparar el fin a su actual posición acomodaticia en su política monetaria. Esto se mide en la última columna del Cuadro 1, que estima el aumento en los coeficientes de servicio de la deuda (amortizaciones de principal e intereses en relación a los ingresos) que podría ocurrir si el coste de la deuda en circulación se incrementara en 250 puntos básicos, asumiendo que el resto de componentes del coeficiente de servicio de la deuda permanecieran fijos.

¹² Véase M. Drehmann y M. Juselius (2014) «Evaluating early warning indicators of banking crises: satisfying policy requirements», *BIS Working Papers*, nº 421, agosto de 2013; y M. Drehmann y M. Juselius, «Afectan los costes del servicio de la deuda a la estabilidad macroeconómica y financiera?», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre de 2012.

¹³ Véase un análisis más profundo en BPI, *84 Informe Anual*, junio de 2014, Capítulo IV.

¹⁴ Véase S. Avdjiev, R. McCauley y P. McGuire, «Rapid credit growth and international credit challenges for Asia», *BIS Working Papers*, nº 377, abril 2012.

Los indicadores de alerta temprana de crisis bancarias nacionales avisan de riesgos en el futuro¹

Cuadro 1

	Brecha crédito-PIB ²	Brecha de precios inmobiliarios ³	Coefficiente de servicio de la deuda (DSR) ⁴	DSR con un aumento de 250 pb de las tasas de interés ^{4,5}
Asia ⁶	18.9	10.6	3.6	5.7
Alemania	-8.2	8.3	-2.4	-0.6
Australia	-12.3	0.9	0.4	3.7
Brasil	11.7	-0.6	5.0	6.5
Canadá	3.8	2.6	2.6	6.1
China	21.7	0.5	9.5	12.4
Corea	2.2	4.2	2.4	5.7
España	-38.4	-29.3	-2.9	0.0
Estados Unidos	-14.4	-3.6	-1.9	0.4
Europa central y oriental ⁷	-12.3	7.4	1.2	2.6
Francia	3.2	-9.8	0.8	3.8
Grecia	-16.1	0.7		
India	-5.8		2.7	3.7
Italia	-7.7	-17.0	-0.1	1.9
Japón	4.7	2.6	-2.8	-0.1
México	3.3	-0.8	0.4	0.9
Países Bajos	-17.6	-21.2	1.5	6.2
Países nórdicos ⁸	-0.7	0.5	2.5	6.5
Portugal	-28.3	7.4	-3.6	-0.3
Reino Unido	-30.6	-4.2	-1.4	1.4
Sudáfrica	-3.8	-5.8	-0.8	0.2
Suiza	11.5	10.9	1.5	4.5
Turquía	13.4		4.9	6.2
<i>Leyenda</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>

¹ Los umbrales para las celdas rojas se fijan minimizando las falsas alarmas condicionadas a captar al menos dos tercios de las crisis durante un horizonte temporal acumulado de tres años. Una señal se considera correcta si se produce una crisis en algunos de los tres años anteriores. 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, n. 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 de 2012. 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 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 Diferencia, en puntos porcentuales, de los DSR con respecto a los promedios a largo plazo específicos del país desde 1985 o posterior dependiendo de la disponibilidad de datos y cuando la inflación media de cinco años cae por debajo del 10% (para Rusia y Turquía, últimos 10 años). ⁵ Suponiendo que las tasas de préstamo se incrementan 2,50 puntos porcentuales (*full pass-through*) y que el resto de componentes de los DSR permanecen fijos. Dado que solo una parte del crédito en vigor es a interés variable, la suposición de *full pass-through* debería interpretarse como indicativa de un cambio del DSR en el largo plazo. ⁶ Filipinas, Hong Kong RAE, Indonesia, Malasia, Singapur y Tailandia; para el DSR y su previsión, se excluye Filipinas y Singapur. 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 Rumania; para el DSR y su previsión, se excluye Bulgaria, Estonia, Letonia, Lituania y Rumania. ⁸ Finlandia, Noruega y Suecia.

Fuentes: datos nacionales; BPI; cálculos del BPI.

Indicadores de liquidez mundial: origen e interpretación

En los últimos años, investigadores del BPI han desarrollado indicadores orientados a seguir de cerca las condiciones de liquidez mundial. Con *liquidez mundial* nos referimos a la *facilidad de financiación* en los mercados financieros internacionales. Así entendida, la liquidez mundial implica tanto liquidez de financiación (la facilidad para obtener efectivo vendiendo nuevas obligaciones a inversores) como liquidez de mercado (la facilidad para obtener efectivo vendiendo activos). La liquidez mundial depende por tanto de la actuación de inversores privados, instituciones financieras y autoridades monetarias. Se trata básicamente de una propiedad no observable del sistema financiero, que podemos estimar analizando diferentes indicadores de precios y cantidades, aunque ninguno de ellos da por sí solo una imagen completa. La información que proporcionan estos indicadores varía con el tiempo, por lo que es necesario un enfoque flexible para evaluar las condiciones de liquidez mundial.

Las instituciones financieras proporcionan liquidez de mercado en los mercados de títulos a través de sus actividades de negociación, y liquidez de financiación a los prestatarios a través de sus actividades crediticias. Las condiciones con las que pueden financiarse estos intermediarios, por su parte, dependen de la predisposición de otros participantes del mercado a interactuar con ellos. Las políticas macroprudenciales y prudenciales son otro factor, incluidos las condiciones bajo las que los bancos centrales proporcionan financiación.

La interacción entre estos factores públicos y privados determina la facilidad de financiación global de la economía, lo cual, a su vez influye en la acumulación de vulnerabilidades en el sistema financiero mediante inflación de los precios de los activos, apalancamiento o desajustes de vencimientos o financiación. Los indicadores tienden a medir estos «rastros» de la liquidez más que la liquidez en sí, que no es observable.

A partir de esta premisa, y desde una perspectiva de estabilidad financiera, el *crédito mundial* es uno de los indicadores de liquidez mundial. El *volumen* de crédito en circulación muestra en qué grado la facilidad de financiación ha provocado la acumulación de exposiciones. En otras palabras, el crédito al sector privado mundial refleja el resultado de la actividad de intermediación financiera en los mercados mundiales. La *variación* de estos volúmenes está estrechamente relacionada con la acumulación de vulnerabilidades, con posibles implicaciones para la estabilidad financiera. Estos flujos tienen un elemento nacional e internacional.

De particular interés al evaluar la liquidez mundial es el componente internacional del crédito (préstamos transfronterizos a no residentes o préstamo en moneda extranjera). Este elemento transfronterizo a menudo ha sido la fuente marginal de financiación en auges del crédito. Aunque con frecuencia las fluctuaciones en estos componentes internacionales son pequeñas en comparación con el volumen total de crédito, pueden amplificar las tendencias nacionales y están altamente correlacionadas con auges y contracciones en las condiciones financieras mundiales. La liquidez mundial está por tanto vinculada a las condiciones de liquidez mundial y al ciclo financiero en un determinado país o región, aunque se distingue de ellos.

Cualquier evaluación de las condiciones de liquidez mundial exige poner en perspectiva las estimaciones del crédito mundial. Gran parte de este crédito, aunque no todo, lo proporcionan los bancos, por lo que los indicadores se centran en este componente, aunque también proporcionan crédito otros inversores en títulos de deuda, al haber crecido el sector de gestión de activos. Puede emplearse una serie de indicadores adicionales de precios y cantidades para captar aspectos adicionales de la liquidez mundial que son relevantes para la estabilidad financiera. Entre ellos, se encuentran medidas de las condiciones de financiación en los principales mercados financieros e incentivos para tomar posiciones en los distintos segmentos de mercado. Los indicadores clave en este sentido son aproximaciones de la percepción y tolerancia al riesgo (como el VIX), que son un factor clave del apalancamiento y la predisposición de los inversores privados a proporcionar financiación. También podrían interesar las condiciones con las que se proporciona financiación, así como en sus consecuencias para los volúmenes y precios del crédito.

Estos conceptos se han desarrollado y elaborado en una serie de estudios, informes de comités y discursos del BPI, algunos de los cuales se enumeran a continuación:

- Borio, C. (2010): «*Ten propositions about liquidity crises*», CESifo Economic Studies, vol 56, n° 1, pp 70–95. También disponible en *BIS Working Papers*, n° 293, noviembre de 2009.
- Borio, C., R. McCauley y P. McGuire (2011): «*El crédito mundial y el auge del crédito interno*», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre.

- Bruno, V., y H. S. Shin (2014): «Cross-border banking and global liquidity», *BIS Working Papers*, n° 458, septiembre.
- Caruana, J. (2012): «Assessing global liquidity from a financial stability perspective», discurso pronunciado con motivo de 48th SEACEN Governors' Conference and High-Level Seminar, Ulaanbaatar, noviembre.
- Caruana, J. (2013): «Global liquidity: where do we stand?», discurso pronunciado con motivo de Bank of Korea Annual Conference, Seúl, junio.
- Caruana, J. (2013): «Ebbing global liquidity and monetary policy interactions», discurso pronunciado con motivo de la V Cumbre de Bancos Centrales, Banco central de Chile, Santiago, noviembre.
- Caruana, J. (2014): «Global liquidity: where it stands, and why it matters», IMFS Distinguished Lecture at Goethe University, Fráncfort, Alemania, marzo.
- Comité sobre el Sistema Financiero Global (2011): «Global liquidity – concepts, measurement and policy implications», *CGFS Papers*, no 45, diciembre.
- Domanski, D., I. Fender y P. McGuire (2011): «Consideraciones sobre la liquidez mundial», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre.
- Eickmeier, S., L. Gambacorta y B. Hofmann (2013): «Understanding global liquidity», *BIS Working Papers*, n° 402, febrero.
- Shin, H. S. (2013), «The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies», *proceedings of the Federal Reserve Bank of San Francisco Asia Economic Policy Conference*, noviembre, pp. 1–10.

Ampliación de capital y recompra de acciones propias

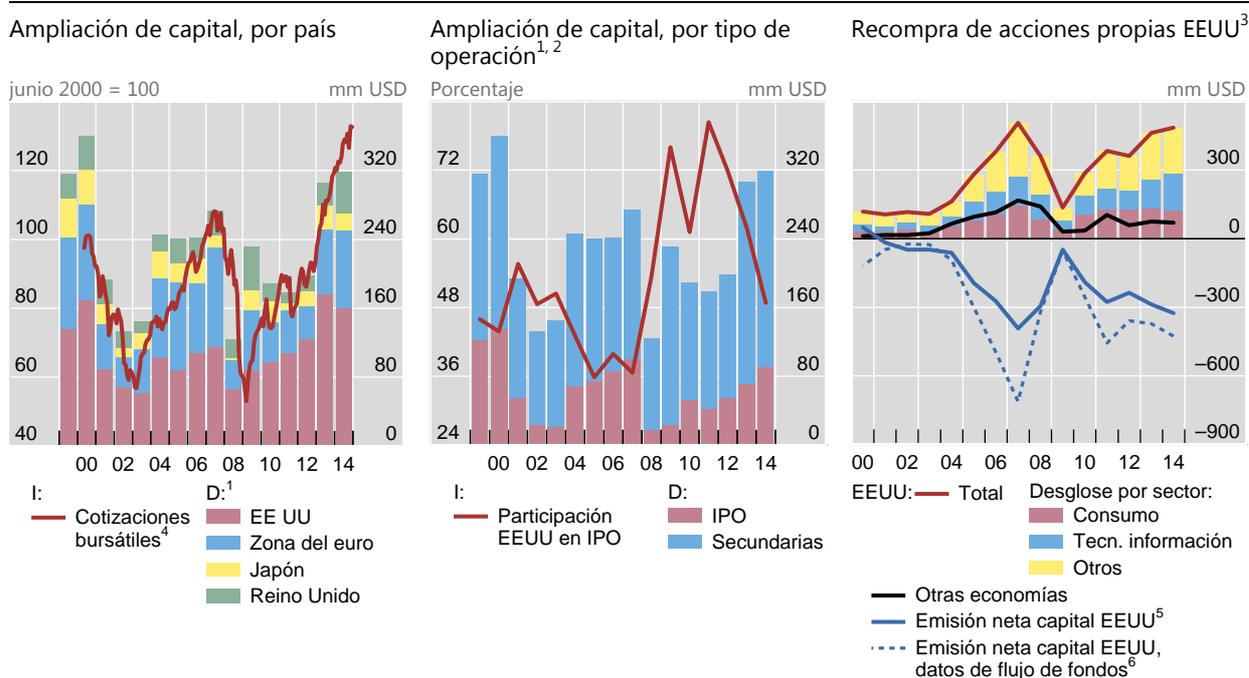
Adrian van Rixtel y Alan Villegas

En los últimos años, las sociedades no financieras han venido emitiendo grandes cantidades de títulos representativos de capital en términos *brutos*. En un contexto de aumento de precios de la renta variable, las sociedades no financieras de las cuatro mayores economías avanzadas (Estados Unidos, zona del euro, Japón y el Reino Unido) ampliaron capital por valor de 625.000 millones de dólares, un 66% más que en los dos años anteriores (Gráfico A, panel izquierdo). Las sociedades estadounidenses captaron más de la mitad de este capital, mientras que las de la zona del euro captaron una cuarta parte. La emisión por parte de empresas ya cotizadas (ofertas secundarias o «de seguimiento») representó el 74% del total (Gráfico A, panel central), mientras que las ofertas públicas de salida a bolsa (IPO) supusieron el 26%, prácticamente igual que los dos años previos. Dentro de las operaciones de salida a bolsa, las sociedades no financieras estadounidenses siguieron llevando la delantera, aunque su participación se redujo notablemente desde aproximadamente el 70% a finales de 2012 hasta menos del 50% al cierre de 2014 (Gráfico A, panel central, línea roja). Las sociedades británicas, por su parte, ganaron terreno.

Pese a que las sociedades no financieras estadounidenses captaron capital de manera masiva, en términos netos las cantidades *se redujeron*, dado que la recompra de acciones propias superó a las emisiones. De hecho, después de un fuerte incremento, en 2014 las recompras de acciones propias se acercaron a sus niveles pre-crisis (Gráfico A, panel derecho, línea roja), alcanzando casi los 950.000 millones en 2013–14. En consecuencia, el correspondiente capital accionario se redujo en al menos 610.000 millones en términos netos (Gráfico A, panel derecho, línea azul). Esta cifra se ve en parte subestimada, ya que compara el capital total captado por el conjunto del sector corporativo no financiero de EEUU (cifras de Dealogic) con la recompra de acciones propias solo por las

Auge de las ampliaciones de capital y recompra de acciones propias

Gráfico A



¹ Por sociedades no financieras (NFC), excluida la emisión de acciones preferentes y bonos convertibles. ² Suma de Estados Unidos, zona del euro, Japón y Reino Unido. ³ Por sociedades no financieras pertenecientes al S&P 1500 (Estados Unidos), EURO STOXX Total Market Index, TOPIX y FTSE All-Share Index (otras economías). ⁴ Cotización al cierre de la jornada de los índices bursátiles S&P 1500, EURO STOXX 50, TOPIX y FTSE All-Share; media ponderada basada en la capitalización bursátil de los respectivos índices; promedios mensuales de los datos diarios. ⁵ Ampliación de capital (excluida emisión de acciones preferentes y bonos convertibles) por NFC de EEUU menos recompra de acciones propias por sociedades no financieras pertenecientes al índice S&P 1500. ⁶ Por NFC, según las estadísticas de la Reserva Federal sobre flujos de fondos (statistical release Z.1, tabla F.102, línea 39); los datos de 2014 abarcan solo hasta el tercer trimestre.

Fuentes: Bloomberg; Datastream; datos nacionales; cálculos del BPI.

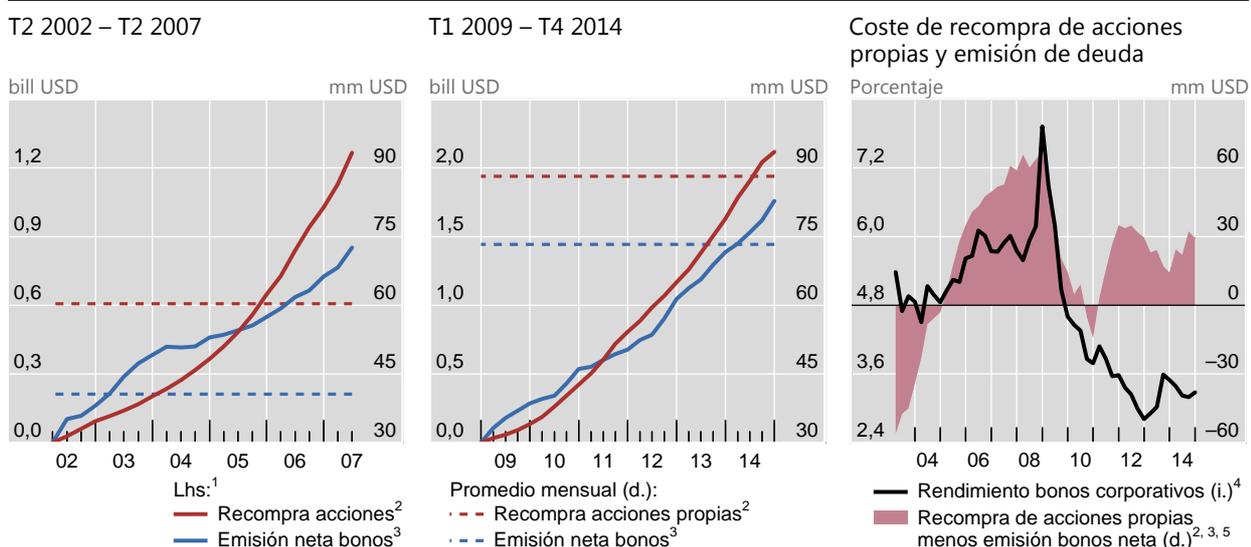
sociedades no financieras incluidas en el índice S&P 1500. Las estadísticas oficiales estadounidenses de flujos de fondos, que abarcan todas las sociedades no financieras de Estados Unidos y siguen una metodología más amplia, muestra un mayor descenso de las nuevas ampliaciones de capital en términos netos en 2013–14 (Gráfico A, panel derecho, línea azul discontinua)①.

Desde mediados de los años 80, las sociedades han recurrido a la recompra de acciones propias más que a los dividendos a la hora de devolver efectivo a sus accionistas②. Esto se debió inicialmente a las ventajas fiscales y a la protección frente al riesgo de una adquisición hostil, aunque las recompras de acciones propias han servido también para señalar la infravaloración de una empresa③. Más recientemente, estas operaciones se han asociado más a las políticas retributivas de los directivos, a la reducción de los flujos de efectivo de libre disposición y al apoyo directo al precio de las acciones. Las recompras de acciones propias le han tomado la delantera a los dividendos agregados como principal forma de retribución corporativa en Estados Unidos. En Europa, la recompra de acciones propias comenzó a utilizarse activamente mucho más tarde. Aunque en la última década el uso de estas operaciones por empresas europeas ha crecido más rápido que en Estados Unidos, su valor apenas sigue siendo una fracción del de sus homólogas estadounidenses. Las recompras de acciones propias por sociedades no financieras incluidas en índices bursátiles amplios de la zona del euro, el Reino Unido y Japón totalizaron 145.000 millones de dólares en 2013–14 (Gráfico A, panel derecho, línea negra), casi siete veces menos que el valor de estas operaciones por empresas estadounidenses. En Estados Unidos, el 30% de todas las recompras de acciones propias se concentraron en grandes sociedades informáticas, incluidas Apple, IBM, Cisco, Oracle y Microsoft (Gráfico A, panel derecho).

Los auges de las recompras de acciones en Estados Unidos han solido coincidir con repuntes de la emisión de bonos neta, lo que sugiere que las primeras se habrían financiado en parte con las segundas. En los últimos 15 años, se han registrado dos oleadas de recompras de acciones propias: T2 2002–T2 2007 y T1 2009–T4 2014 (Gráfico B, paneles izquierdo y central). La emisión neta de bonos durante ambos periodos evolucionó a la par de las recompras totales (líneas azul y roja) y se vio reforzada por las bajas o decrecientes tasas de interés (Gráfico B, panel derecho). En general, el Gráfico B sugiere que cuando los costes de financiación de la deuda son favorables y los mercados bursátiles son boyantes, las sociedades no financieras estadounidenses recurren en gran medida a la emisión de bonos y utilizan parte de lo recaudado para financiar recompras de acciones propias. En 2009–14, la

Emisión de bonos y recompra de acciones propias en EEUU evolucionan a la par

Gráfico B



① Cantidades acumuladas. ② Por sociedades no financieras pertenecientes al índice S&P 1500. ③ Emisión neta de bonos locales e internacionales (emisión bruta menos amortizaciones) por sociedades no financieras (NFC) de EEUU y sociedades financieras distintas de bancos propiedad de NFC. ④ Tasa interna de retorno de un índice de deuda corporativa no financiera con grado de inversión denominada en dólares estadounidenses emitida públicamente en el mercado local de Estados Unidos; promedios trimestrales de datos diarios. ⑤ Media móvil de ocho trimestres.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Dealogic; cálculos del BPI.

emisión de bonos neta trimestral promedió casi el doble de la emisión durante el auge anterior (Gráfico B, paneles izquierdo y central, líneas azules discontinuas). Durante ese periodo, las sociedades no financieras estadounidenses recompraron acciones propias por valor de 2,1 billones de dólares y emitieron bonos por valor de 1.8 billones en términos netos, en comparación con 1,3 y 0.85 billones de dólares respectivamente durante 2002–07.

① Nuestros cálculos de emisión neta no incluyen los efectos del ejercicio de opciones sobre acciones (emisión neta positiva), ni las fusiones y adquisiciones financiadas con deuda o efectivo (emisión neta negativa). Esto último probablemente explica el que los datos de flujo de fondos de EEUU muestren un mayor descenso en la ampliación neta de capital. ② Véase BCE, «Operaciones de recompra de acciones propias en la zona del euro», *Boletín Mensual*, mayo de 2007, pp. 107–116; D. Skinner, «The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases», *Journal of Financial Economics*, vol 87, 2008, pp. 582–609. ③ Para saber más sobre la hipótesis de la «señalización», véase T. Vermaelen, «Common stock repurchases and market signalling», *Journal of Finance*, vol 53, 1981, pp 139–83.