

LA CAPTACIÓN DE FONDOS EN  
LOS MERCADOS INTERNACIONALES  
DE CAPITALES EN 2021

2022

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema

Documentos Ocasionales  
N.º 2211

Laura Álvarez, Alberto Fuertes, Luis Molina  
y Emilio Muñoz de la Peña

**LA CAPTACIÓN DE FONDOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES  
EN 2021**

# **LA CAPTACIÓN DE FONDOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES EN 2021**

**Laura Álvarez**

BANCO DE ESPAÑA

**Alberto Fuertes**

BANCO DE ESPAÑA

**Luis Molina**

BANCO DE ESPAÑA

**Emilio Muñoz de la Peña**

BANCO DE ESPAÑA

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2022

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

## Resumen

En este documento se analizan las principales tendencias de la actividad emisora de títulos en los mercados internacionales por parte del sector privado durante 2021, un año en el que, pese a observarse una evolución positiva que superó los volúmenes previos a 2020, no se han alcanzado las cifras récord registradas en ese año. Así, el volumen total emitido de títulos de renta fija se redujo debido al descenso en las emisiones del sector de sociedades no financieras, lo que pudo estar condicionado por la gran cantidad de fondos ya captados durante 2020, por las menores necesidades de financiación por motivos precautorios ante la mejora de la situación sanitaria y por el incremento en los costes de financiación. Sin embargo, las emisiones de bonos del sector bancario y las de otras instituciones financieras registraron aumentos, que se concentraron en Estados Unidos, debido a las expectativas de un posible endurecimiento de la política monetaria en esa área y a factores regulatorios. Las emisiones del segmento de bonos de alto rendimiento también se incrementaron, beneficiadas por la menor aversión al riesgo. Por regiones, el descenso más pronunciado se produjo en Estados Unidos, seguidos del Reino Unido y del área del euro. Por el contrario, las emisiones en los mercados de acciones registraron un fuerte dinamismo y superaron los volúmenes emitidos en 2020.

**Palabras clave:** emisiones, mercados de capitales internacionales, financiación corporativa, renta fija, renta variable.

**Códigos JEL:** G15, G20, G32.

## **Abstract**

This paper analyses the main trends in the private sector's issuance activity in international capital markets during 2021, a year in which, despite positive developments that resulted in volumes above pre-2020 levels, the record 2020 figures were not achieved. Thus, the total issuance volume of debt securities declined due to lower issuance in the non-financial corporate sector, which may have been driven by the large amount of funds raised during 2020, lower funding needs for precautionary reasons in view of the improved health situation and higher funding costs. However, bond issuance by the banking sector and other financial institutions increased; this growth was concentrated in the United States, on expectations of monetary policy tightening in that area and regulatory factors. High-yield bond issuance also increased, benefiting from lower risk aversion. By region, the sharpest declines were in the United States, followed by the United Kingdom and the euro area. Conversely, issuance in the equity markets was strong and surpassed the 2020 figures.

**Keywords:** bond issuance, international capital markets, corporate finance, debt securities, equities.

**JEL classification:** G15, G20, G32.

## Índice

Resumen 5

Abstract 6

1 Introducción 8

2 Mercados de bonos 9

2.1 Mercados de renta fija privada no bancaria en los países desarrollados 11

2.2 Mercados de financiación bancaria en países desarrollados 15

2.3 Mercados emergentes 17

3 Mercados de renta variable 21

4 Mercados de titulizaciones y productos estructurados 23

## 1 Introducción

La evolución de los mercados financieros durante 2021 estuvo condicionada por la recuperación económica a nivel global ante la mejora de la situación sanitaria y el avance en las campañas de vacunación contra el COVID-19, por la evolución positiva de los beneficios empresariales y por las expectativas sobre la reducción de los estímulos monetarios de los principales bancos centrales, especialmente en los casos de Estados Unidos y del Reino Unido. El tono favorable en los mercados se vio interrumpido, no obstante, por algunos episodios puntuales de mayor incertidumbre vinculados con la aparición de nuevas variantes del COVID-19 y por la preocupación de los mercados sobre un posible endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos más intenso de lo esperado. Aunque la evolución de los mercados en 2022 no es objeto de análisis en este documento, cabe también destacar el reciente repunte en la incertidumbre provocado por la invasión rusa de Ucrania. En este contexto, y tras las cifras de emisiones récord que se alcanzaron en 2020, asociadas a la captación de fondos por motivos precautorios ante la incertidumbre provocada por la crisis sanitaria, el volumen total emitido por el sector privado durante 2021 ha sido algo inferior, influido por el fuerte descenso en el sector de las sociedades no financieras (SNF).

En este trabajo se analizan las principales tendencias de la actividad emisora en los mercados internacionales de capitales realizada por el sector privado durante 2021<sup>1</sup>, y se examinan los factores que pueden haber afectado de un modo más relevante a cada uno de los segmentos del mercado. En la segunda sección se analizan los principales rasgos de la actividad emisora en los mercados de bonos para los segmentos de renta fija privada no financiera, del sector bancario y de los mercados emergentes. En la tercera sección se revisa la evolución de la actividad en los mercados de acciones, y en la cuarta, en los de titulización.

---

<sup>1</sup> El análisis se centra en la emisión bruta de títulos a un plazo superior al año y medio, donde se utiliza como fuente principal la base de datos Dealogic. Cabe señalar que la financiación a plazos más cortos es más relevante desde el punto de vista de la liquidez, mientras que las emisiones recogidas en este documento obedecen a necesidades de financiación de medio y largo plazo. Las emisiones se obtienen de acuerdo con el criterio de nacionalidad, y se incluyen en el caso de las SNF las colocaciones realizadas por filiales no residentes.

## 2 Mercados de bonos

Durante 2021, las emisiones brutas de bonos privados a nivel internacional fueron menores que las registradas el año anterior, en el que se habían alcanzado niveles récord. La caída en la variación interanual se ha concentrado en el sector de SNF tras el fuerte impulso que experimentaron las emisiones en este segmento durante los momentos más críticos de la

Cuadro 1

### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MERCADOS DE DEUDA PRIVADA: VOLÚMENES DE EMISIÓN

mm\$, salvo indicación en contra

|  | 2020  | 2021  | Variac. anual<br>2021 (%) | 2021  |       |        |       |
|--|-------|-------|---------------------------|-------|-------|--------|-------|
|  |       |       |                           | I TR  | II TR | III TR | IV TR |
| Bonos totales del sector privado (a)         | 4.261 | 4.083 | -4,16                     | 1.249 | 1.120 | 937    | 777   |
| Economías desarrolladas                      | 3.763 | 3.552 | -5,63                     | 1.088 | 958   | 810    | 696   |
| Economías emergentes (b)                     | 497   | 532   | 6,91                      | 161   | 163   | 127    | 81    |
| Bonos totales del sector privado, por país   |       |       |                           |       |       |        |       |
| Economías desarrolladas                      | 3.763 | 3.552 | -5,63                     | 1.088 | 958   | 810    | 696   |
| Estados Unidos                               | 1.926 | 1.662 | -13,70                    | 537   | 448   | 373    | 304   |
| Zona del euro                                | 762   | 733   | -3,82                     | 240   | 180   | 147    | 167   |
| España                                       | 78    | 73    | -6,10                     | 25    | 20    | 17     | 12    |
| Resto de la zona del euro                    | 684   | 660   | -3,56                     | 215   | 160   | 130    | 154   |
| Reino Unido                                  | 241   | 218   | -9,68                     | 69    | 66    | 41     | 42    |
| Japón  | 243   | 255   | 4,92                      | 73    | 62    | 71     | 50    |
| Otras economías desarrolladas                | 590   | 683   | 15,69                     | 170   | 202   | 177    | 134   |
| Economías emergentes                         | 497   | 532   | 6,91                      | 161   | 163   | 127    | 81    |
| Bonos totales del sector privado, por sector |       |       |                           |       |       |        |       |
| Sociedades no financieras                    | 2.611 | 2.123 | -18,67                    | 694   | 573   | 464    | 392   |
| Economías desarrolladas                      | 2.291 | 1.779 | -22,35                    | 589   | 461   | 391    | 338   |
| Estados Unidos                               | 1.333 | 908   | -31,92                    | 327   | 211   | 209    | 161   |
| Zona del euro                                | 388   | 333   | -14,20                    | 115   | 88    | 63     | 68    |
| España                                       | 30    | 31    | 1,48                      | 11    | 7     | 7      | 6     |
| Resto de la zona del euro                    | 358   | 302   | -15,52                    | 104   | 80    | 56     | 62    |
| Reino Unido                                  | 138   | 93    | -32,79                    | 29    | 33    | 18     | 13    |
| Japón  | 160   | 149   | -6,63                     | 48    | 33    | 32     | 36    |
| Otras economías desarrolladas                | 271   | 296   | 9,10                      | 70    | 97    | 70     | 60    |
| Economías emergentes                         | 320   | 344   | 7,64                      | 105   | 112   | 73     | 54    |
| Sector bancario                              | 1.160 | 1.359 | 17,14                     | 394   | 375   | 336    | 255   |
| Economías desarrolladas                      | 983   | 1.172 | 19,23                     | 339   | 324   | 281    | 228   |
| Estados Unidos                               | 297   | 429   | 44,30                     | 125   | 138   | 83     | 82    |
| Zona del euro                                | 322   | 324   | 0,49                      | 111   | 79    | 69     | 65    |
| España                                       | 46    | 41    | -10,59                    | 14    | 11    | 9      | 6     |
| Resto de la zona del euro                    | 277   | 283   | 2,32                      | 97    | 67    | 59     | 59    |
| Reino Unido                                  | 78    | 79    | 1,02                      | 21    | 23    | 18     | 18    |
| Japón  | 60    | 54    | -11,08                    | 13    | 9     | 25     | 7     |
| Otras economías desarrolladas                | 225   | 287   | 27,37                     | 68    | 76    | 86     | 56    |
| Economías emergentes (c)                     | 178   | 187   | 5,60                      | 56    | 50    | 55     | 27    |

FUENTE: Dealogic.

- a Totales estimados. Se excluyen las titulizaciones y los instrumentos de deuda a corto plazo.  
b En economías emergentes solo se incluyen emisiones en mercados internacionales.  
c En el sector bancario de economías emergentes se incluyen otras instituciones financieras no bancarias.

## Cuadro 1

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MERCADOS DE DEUDA PRIVADA: VOLÚMENES DE EMISIÓN (cont.)

mm\$, salvo indicación en contra

|                                      | 2020 | 2021 | Variac. anual<br>2021 (%) | 2021 |       |        |       |
|--------------------------------------|------|------|---------------------------|------|-------|--------|-------|
|                                      |      |      |                           | I TR | II TR | III TR | IV TR |
| Otras instituciones financieras      | 490  | 601  | 22,70                     | 160  | 172   | 137    | 131   |
| Estados Unidos                       | 296  | 326  | 10,16                     | 85   | 99    | 81     | 61    |
| Zona del euro                        | 52   | 76   | 47,14                     | 13   | 14    | 15     | 34    |
| España                               | 2,4  | 2,0  | -16,08                    | 0,0  | 1,2   | 0,1    | 0,6   |
| Resto de la zona del euro            | 49   | 74   | 50,16                     | 13   | 13    | 15     | 33    |
| Reino Unido                          | 25   | 46   | 84,86                     | 19   | 11    | 5      | 11    |
| Japón                                | 23   | 53   | 125,61                    | 12   | 20    | 14     | 7     |
| Otras economías desarrolladas        | 94   | 100  | 6,69                      | 31   | 29    | 21     | 18    |
| Pro memoria                          |      |      |                           |      |       |        |       |
| Economías emergentes: bonos totales  | 751  | 735  | -2,11                     | 234  | 213   | 172    | 116   |
| Sector privado                       | 497  | 532  | 6,91                      | 161  | 163   | 127    | 81    |
| Bonos soberanos                      | 254  | 203  | -19,80                    | 73   | 51    | 45     | 35    |
| Bonos garantizados con colateral (d) | 187  | 196  | 5,23                      | 42   | 49    | 54     | 51    |
| Zona del euro                        | 99   | 85   | -14,22                    | 22   | 20    | 24     | 19    |
| España                               | 9    | 2    | -82,88                    | 0,0  | 0,7   | 0,8    | 0,0   |
| Resto de la zona del euro            | 90   | 83   | -7,42                     | 22   | 20    | 23     | 19    |
| Otros                                | 87   | 111  | 27,26                     | 20   | 29    | 30     | 32    |
| Bonos de alto riesgo                 | 729  | 768  | 15,89                     | 165  | 184   | 191    | 164   |
| Economías desarrolladas              | 590  | 639  | 31,38                     | 117  | 166   | 163    | 138   |
| Estados Unidos                       | 375  | 394  | 66,08                     | 133  | 114   | 90     | 56    |
| Zona del euro                        | 75   | 69   | -8,07                     | 16   | 19    | 14     | 20    |
| España                               | 2,6  | 8,7  | -11,44                    | 1,4  | 1,6   | 3,3    | 2,4   |
| Resto de la zona del euro            | 67   | 100  | -7,95                     | 29   | 30    | 14     | 28    |
| Reino Unido                          | 37   | 51   | 55,10                     | 20   | 14    | 6      | 11    |
| Japón                                | 3,4  | 23,2 | -74,67                    | 1,7  | 13,3  | 4,8    | 3,4   |
| Otras economías desarrolladas        | 99   | 102  | -8,78                     | 28   | 38    | 24     | 12    |
| Economías emergentes                 | 139  | 129  | -26,13                    | 47   | 33    | 31     | 18    |

FUENTE: Dealogic.

d Se incluyen los bonos garantizados emitidos por todas las entidades, por lo que la base emisora es más amplia que el sector bancario.

crisis del COVID-19 (véanse cuadro 1 y gráfico 1). Los volúmenes emitidos por el sector bancario y por el de otras instituciones financieras fueron, sin embargo, más elevados que los registrados un año antes.

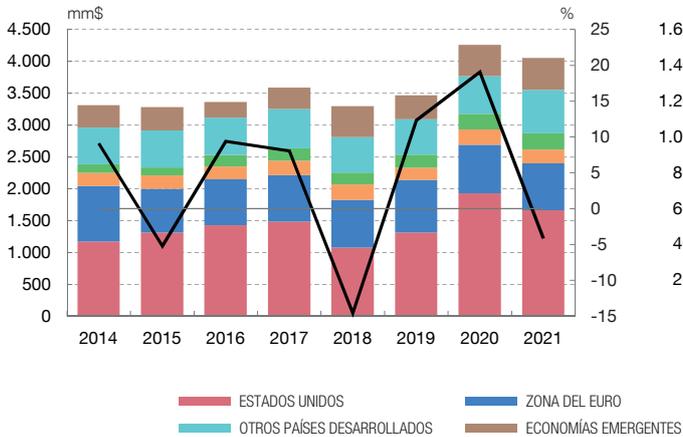
Por regiones, el descenso más pronunciado en los volúmenes emitidos se ha producido en Estados Unidos, seguidos del Reino Unido y del área del euro<sup>2</sup>. Por segmentos,

<sup>2</sup> Por motivos de comparabilidad, todas las emisiones se presentan en dólares estadounidenses, lo que puede provocar sesgos a la hora de valorar su evolución temporal debido a las fluctuaciones del tipo de cambio. En todo caso, entre 2020 y 2021 la media anual de las cotizaciones de las principales monedas frente al dólar no registró variaciones muy elevadas (el euro se apreció cerca del 1% y la libra un 6%, y el yen se depreció un 5%). Además, en los casos del Reino Unido y de Japón, un elevado porcentaje de las emisiones se realiza en dólares (46% y 40%, respectivamente), lo que reduciría este posible sesgo. En el caso de la zona del euro, ese porcentaje es menor y se sitúa en el 24%, y en Estados Unidos el 90% de las emisiones son en dólares. Así, cabe señalar que el efecto del tipo de cambio podría sesgar ligeramente al alza el volumen emitido en el Reino Unido y en la zona del euro, y a la baja el de Japón.

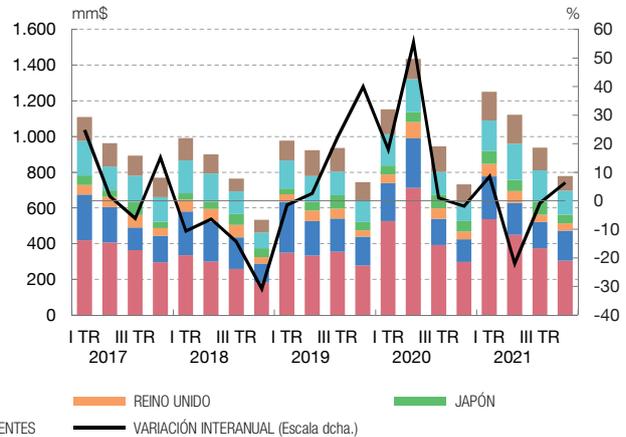
**EMISIONES BRUTAS DE BONOS DEL SECTOR PRIVADO POR SECTOR Y POR PAÍS (a)**

Durante 2021, las emisiones brutas de bonos privados a nivel internacional fueron menores que las registradas el año anterior, en el que se habían alcanzado niveles récord. Las caídas se han concentrado en el sector de sociedades no financieras, mientras que tanto el sector bancario como el de otras instituciones financieras registraron incrementos de los volúmenes emitidos. Por regiones, el descenso más pronunciado en los volúmenes emitidos se ha producido en Estados Unidos, seguidos del Reino Unido y del área del euro.

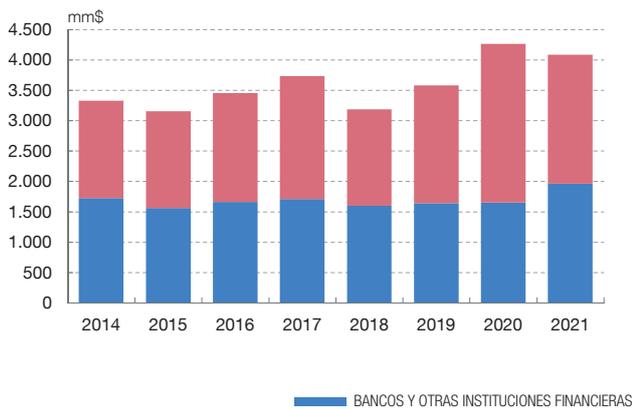
1 EMISIÓN BRUTA POR PAÍSES O REGIONES EMISORES  
Datos anuales



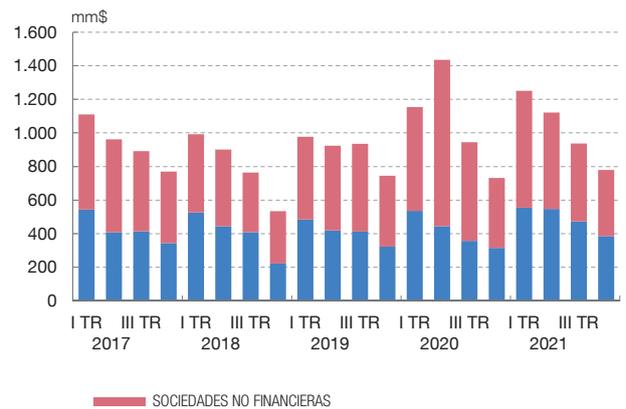
2 EMISIÓN BRUTA POR PAÍSES O REGIONES EMISORES  
Datos trimestrales



3 EMISIÓN BRUTA POR SECTOR EMISOR  
Datos anuales



4 EMISIÓN BRUTA POR SECTOR EMISOR  
Datos trimestrales



FUENTE: Dealogic.

a Se excluyen las titulaciones y los instrumentos de deuda a corto plazo.

destaca el fuerte aumento registrado en las emisiones de alto rendimiento, algo que podría estar condicionado por la menor aversión al riesgo ante la mejora de la situación sanitaria.

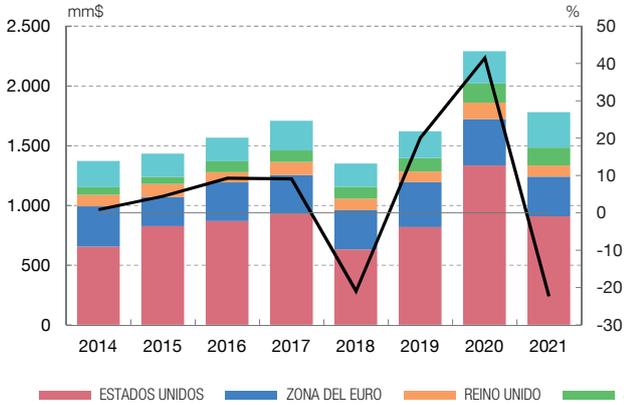
## 2.1 Mercados de renta fija privada no bancaria en los países desarrollados

En 2021, las emisiones de renta fija de las SNF en los mercados de capitales experimentaron un marcado descenso, debido al efecto base provocado por los volúmenes récord registrados durante el año anterior (véanse gráficos 2.1 y 2.2). En todo caso, el volumen total emitido en 2021 se encuentra por encima del alcanzado en los años anteriores a 2020, lo que señalaría que se mantuvo una evolución favorable de las emisiones en dicho segmento.

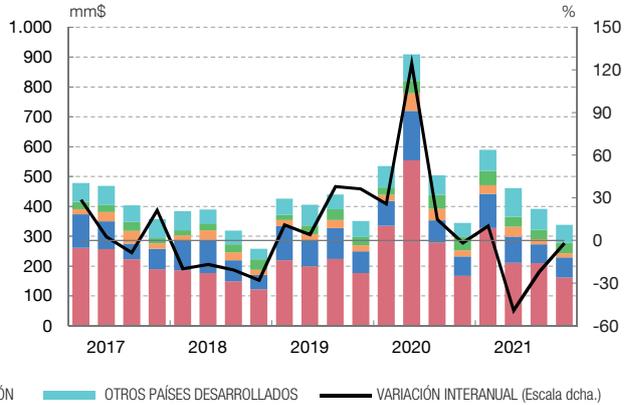
**EMISIONES BRUTAS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS (a)**

Las emisiones de renta fija de las sociedades no financieras experimentaron un marcado descenso, debido al efecto base provocado por los volúmenes récord alcanzados durante el año anterior. En todo caso, el volumen total emitido en 2021 se encuentra por encima del registrado en los años anteriores a 2020, lo que señalaría que se mantiene una evolución favorable de las emisiones de este sector. Por regiones, los descensos fueron generalizados, aunque destacan los retrocesos de Estados Unidos y del Reino Unido.

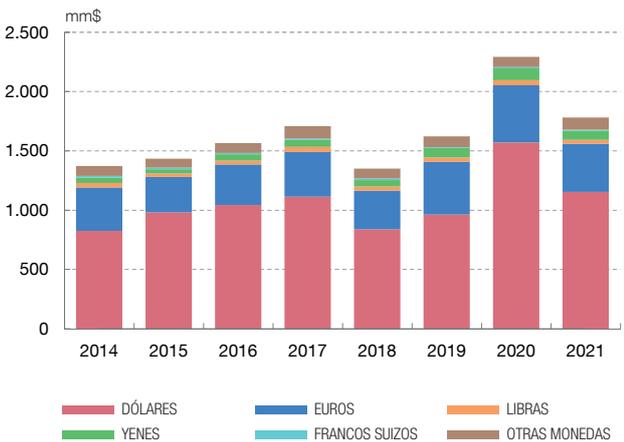
1 EMISIÓN BRUTA POR PAÍSES O REGIONES EMISORES  
Datos anuales



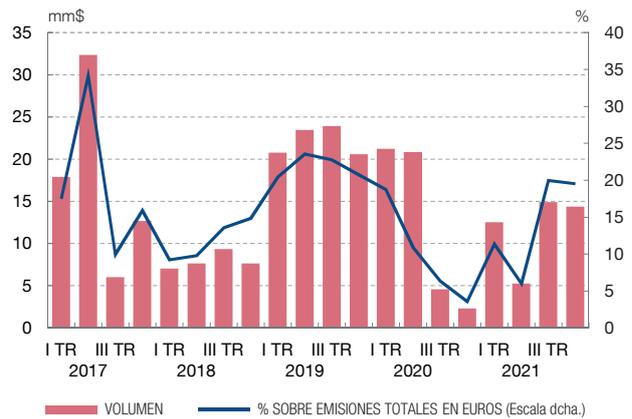
2 EMISIÓN BRUTA POR PAÍSES O REGIONES EMISORES  
Datos trimestrales



3 EMISIÓN BRUTA ANUAL POR MONEDAS



4 EMISIÓN EN EUROS EN ESTADOS UNIDOS



FUENTES: Dealogic, Reserva Federal, Federal Reserve Bank of Kansas City, Banco Central Europeo y JP Morgan.

a Se excluyen las titulaciones y los instrumentos de deuda a corto plazo.

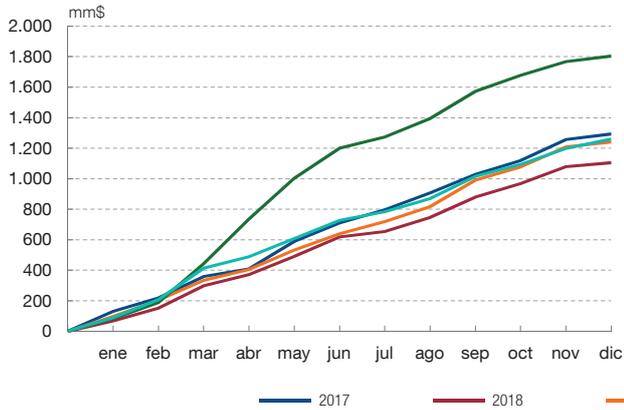
Por regiones, los descensos fueron generalizados, aunque destacan los retrocesos de Estados Unidos (32 %) y del Reino Unido (33 %), que fueron también las áreas en las que las emisiones crecieron en mayor medida durante 2020. En la zona del euro los descensos han sido más contenidos (14 %), e incluso se registró un leve incremento en el caso de España (2 %). Las caídas en los volúmenes emitidos podrían estar condicionadas, en parte, por una menor necesidad de captar fondos por motivos precautorios ante la mejora de la situación sanitaria. Esto sería coherente con los altos niveles de activos líquidos (efectivo, inversiones a corto plazo, etc.) acumulados por las empresas durante 2020<sup>3</sup>. Además, las

3 Véase «Credit Trends: Global Financing Conditions: Bond Issuance Looks Set to Contract 2% This Year as Monetary Policy Tightens», enero de 2022, S&P Global.

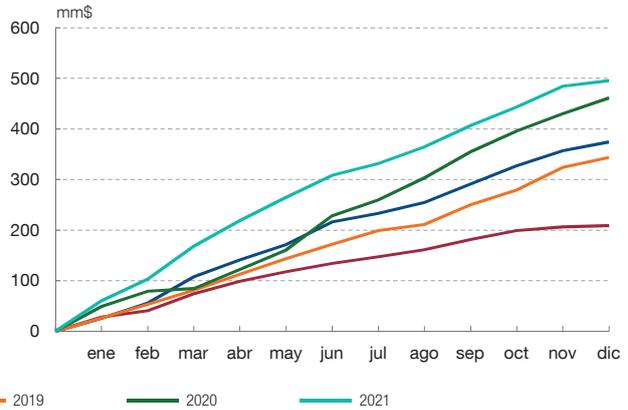
**EMISIONES BRUTAS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS (a) (cont.)**

Se ha producido una diferente evolución entre las emisiones de grado de inversión y las de alto rendimiento. En las primeras se observa un importante descenso, tras los volúmenes récord registrados en 2020, que estuvieron condicionados, en parte, por los programas de compras de los principales bancos centrales. Las emisiones de alto rendimiento han registrado cifras récord, que serían coherentes con la menor aversión al riesgo de los inversores durante 2021. Por su parte, los costes de financiación en los mercados de capitales se han incrementado, en especial desde finales de año.

5 EMISIÓN DE BONOS DE GRADO DE INVERSIÓN  
Datos acumulados desde comienzos de año



6 EMISIÓN DE BONOS DE ALTO RENDIMIENTO  
Datos acumulados desde comienzos de año



7 ESTADOS UNIDOS: COSTE DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



8 ZONA DEL EURO: COSTE DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FUENTES: Dealogic, Reserva Federal, Federal Reserve Bank of Kansas City, Banco Central Europeo y JP Morgan.

a Se excluyen las titulaciones y los instrumentos de deuda a corto plazo.

expectativas sobre la normalización de la política monetaria en las principales áreas habrían tensionado al alza los costes de financiación en el tramo final del año, lo que también podría haber influido en la caída de las emisiones.

Por monedas, las emisiones en dólares<sup>4</sup> continuaron siendo las de mayor volumen, aunque, junto con las realizadas en libras, fueron también las que sufrieron caídas más

4 En todo el documento se refieren a dólares estadounidenses.

acusadas. Así, pasaron a representar el 65 % de las emisiones totales, tras haber alcanzado el 70 % en 2020 (véase gráfico 2.3). Esta evolución estuvo condicionada por el fuerte descenso de las emisiones en Estados Unidos, así como por la menor aversión al riesgo, lo que habría reducido la preferencia por la financiación en dólares en el resto de las áreas, una moneda que es considerada divisa de reserva. En este contexto, las emisiones en euros por parte de empresas de Estados Unidos recuperaron su dinamismo en la parte final del año, tras haber registrado volúmenes muy reducidos en los trimestres anteriores (véase gráfico 2.4). La menor incertidumbre global y la ampliación del diferencial de costes de financiación en euros frente a dólares, ante la expectativa de un mayor endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos en comparación con la del área del euro, pudieron condicionar este comportamiento.

Por segmentos, destaca la diferente evolución entre las emisiones de grado de inversión y las de alto rendimiento. En las primeras se observa un importante descenso, tras los volúmenes récord registrados en 2020, que estuvieron, en parte, condicionados por los programas de compras de los principales bancos centrales<sup>5</sup> (véase gráfico 2.5). En las de alto rendimiento, los volúmenes emitidos en 2020 no fueron muy elevados, debido al aumento de la incertidumbre y a que los programas de compras de activos de la mayoría de los bancos centrales, como en el caso del Banco Central Europeo (BCE), no incluyeron este tipo de deuda. Sin embargo, en 2021 las emisiones de alto rendimiento han registrado cifras récord, que serían coherentes con el contexto de menor aversión al riesgo (véase gráfico 2.6).

Otro segmento que ha mantenido su dinamismo durante 2021 ha sido el de los bonos que cumplen criterios de sostenibilidad<sup>6</sup>, con un incremento del importe de las emisiones del 97 % (mayor que el registrado en 2020, que fue del 43 %). En todo caso, este tipo de colocaciones aún representa tan solo cerca del 7 % del total, y es el área del euro la región donde tienen un mayor peso, que alcanza el 14 %.

Por trimestres, los volúmenes emitidos han descendido de modo continuado a lo largo del año, y se ha registrado en el último trimestre el menor volumen emitido desde finales de 2018 (véase gráfico 2.2). Este comportamiento temporal sería también coherente con la mejor evolución de la crisis sanitaria y con los incrementos en los costes de financiación, que se han intensificado a finales de 2021 (véanse gráficos 2.7 y 2.8). Esto último estaría condicionado, en parte, por la normalización paulatina de la política monetaria en las principales áreas, como, por ejemplo, en Estados Unidos y en la zona del euro, cuyas autoridades monetarias anunciaron, en noviembre<sup>7</sup> y en diciembre<sup>8</sup>, respectivamente, el inicio de la reducción en el ritmo de las compras netas en sus programas de compras de activos.

5 Véase D. Khametshin (2021), *High-yield bond markets during the COVID-19 crisis: the role of monetary policy*, Documentos Ocasionales, n.º 2110, Banco de España.

6 En esta categoría se incluyen los bonos que cumplen criterios medioambientales y sociales.

7 La Reserva Federal anunció una reducción de 10 mm de dólares estadounidenses en sus compras netas mensuales de bonos del Tesoro, y de 5 mm en las compras netas de titulizaciones hipotecarias. Véase <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20211103a.htm>.

8 En el caso del BCE, se anunciaron el fin de las compras netas bajo el PEPP para finales de marzo de 2022 y el calendario sobre la reducción gradual de las compras netas del APP. Véase <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp211216~1b6d3a1fd8.en.html>.

## 2.2 Mercados de financiación bancaria en países desarrollados

En el conjunto del año, el volumen de emisiones realizadas por el sector bancario en los países desarrollados aumentó hasta los 1.172 mm de dólares, un 19,2 % más que en 2020 (véase gráfico 3.1). El incremento más significativo se produjo en Estados Unidos (44,3 %), mientras que las emisiones en la zona del euro y en el Reino Unido permanecieron prácticamente estables respecto a los valores del año anterior. Por su parte, Japón registró una contracción de en torno al 11 %.

Uno de los elementos más destacados durante el pasado año en este segmento fue la debilidad en las emisiones de bonos garantizados con colateral (*covered bonds*), que continuó estando condicionada por el amplio y renovado acceso de los bancos a la financiación de los bancos centrales en condiciones muy ventajosas —como las TLTRO III en el área del euro y el *Term Funding Scheme* (TFSME) en el Reino Unido— y por el crecimiento de los depósitos bancarios apoyado en la acumulación de ahorro durante la pandemia. En particular, en la Unión Económica y Monetaria y en el Reino Unido se registró en 2021 una reducción interanual en la emisión de estos instrumentos del 13 % y del 37 %, respectivamente, en relación con los valores ya reducidos de 2020<sup>9</sup>. Los analistas apuntan a que esta tendencia podría revertirse en 2022, a medida que los bancos centrales replieguen progresivamente sus programas de apoyo y los patrones de consumo se normalicen<sup>10</sup>.

En la zona del euro, los bancos se beneficiaron en 2021, en general, de unas favorables condiciones de financiación en la emisión de deuda con fines regulatorios y con capacidad de absorción de pérdidas. En particular, estas entidades financieras aumentaron la emisión de instrumentos *Tier 2*, si bien se registraron unos volúmenes inferiores de deuda sénior no preferente y *CoCos* (*Additional Tier 1*) respecto a 2020<sup>11</sup>. Así, en el área del euro la colocación de deuda subordinada aumentó un 16,9 % en términos interanuales (véase gráfico 3.2). Los planes de emisión de los bancos del área del euro apuntan a que en los próximos años estos incrementarán sus volúmenes de emisión de deuda y, en particular, de instrumentos de deuda computables para el mínimo requerido de pasivos elegibles (MREL, por sus siglas en inglés<sup>12</sup>). Por otra parte, los bancos privados estadounidenses incrementaron significativamente sus volúmenes de deuda sénior no preferente y ligeramente el de deuda subordinada en el mismo período (véase gráfico 3.3). Algunos analistas apuntan a que este incremento estuvo motivado por cambios regulatorios, como la expiración del cambio temporal a la ratio de apalancamiento suplementaria (SLR, por sus siglas en inglés) introducido a raíz de la pandemia, en un contexto de favorables condiciones de financiación

9 El segmento «bonos sénior» del gráfico 3.2 incluye las emisiones de bonos garantizados con colateral en la zona del euro.

10 En su reunión de diciembre de 2021, el Consejo de Gobierno del BCE anunció que espera que las condiciones especiales aplicables a las TLTRO III terminen en junio de 2022. Asimismo, el Banco de Inglaterra cerró a nuevas solicitudes su programa TFSME el 31 de octubre de 2021.

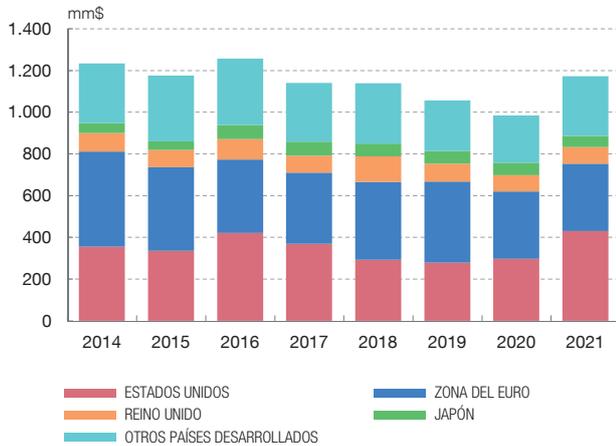
11 Tanto los *CoCos* como las emisiones de instrumentos *Tier 2* se incluyen en el segmento de «bonos subordinados» del gráfico 3.2.

12 Véase European Banking Authority (2021), *Funding Plans Report*. Los instrumentos computables para el MREL no incluyen solo deuda subordinada, sino que también pueden incluir cierto tipo de deuda sénior. Para más información, consúltese el [área de resolución de la web del Banco de España](#).

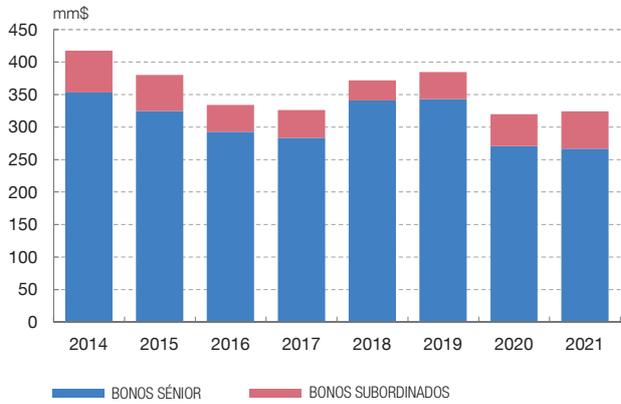
**EMISIONES BRUTAS DE BONOS DE BANCOS EN LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS (a)**

El volumen de emisiones brutas realizadas por el sector bancario registró un aumento interanual en 2021, especialmente en Estados Unidos. En el área del euro, el volumen de emisión fue similar al de 2020, condicionado por un retroceso en la emisión de bonos garantizados con colateral, en un contexto de amplia financiación por parte del BCE en condiciones ventajosas, y por un aumento en la emisión de bonos subordinados. Por su parte, la emisión de deuda que incorpora criterios medioambientales y/o de sostenibilidad continuó batiendo récords.

1 EMISIÓN BRUTA POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



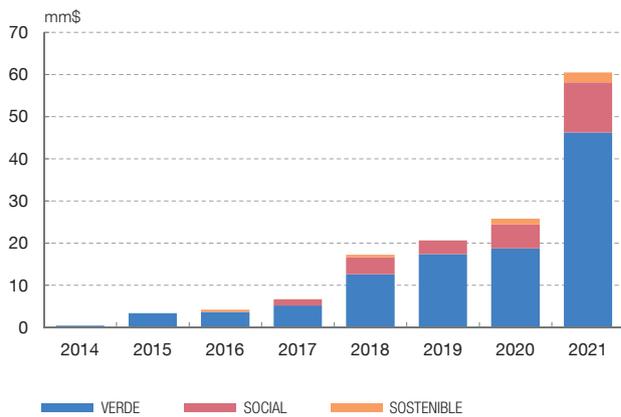
2 ZONA DEL EURO: EMISIÓN BRUTA POR TIPO DE EMISIÓN



3 ESTADOS UNIDOS: EMISIÓN BRUTA POR TIPO DE EMISIÓN



4 EMISIONES DE BONOS VERDES Y SOCIALES EN LA ZONA DEL EURO (b)



FUENTE: Dealogic.

a Se excluyen las titulaciones y los instrumentos de deuda a corto plazo.

b La categoría «sostenible» incluye bonos que cumplen con los criterios «verde» (financiar proyectos con beneficios medioambientales) y «social» (financiar proyectos con beneficios sociales).

que propiciaba el cierre de operaciones ante el posible endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva Federal<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> La expiración de esta medida, por la que se excluían los bonos del Tesoro estadounidense y los depósitos del banco central del cálculo de la ratio, podría haber aumentado las necesidades de capital de los bancos para mantener la ratio por encima del nivel exigido. Para más detalles, véase <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20210319a.htm>.

La emisión de deuda que incorpora criterios medioambientales y/o de sostenibilidad (ESG) continuó batiendo récords en 2021 y representó el 18,7 % de los bonos totales emitidos por los bancos de la zona del euro (véase gráfico 3.4). El incremento de las emisiones ESG responde, además de al fuerte apetito inversor por ellas, al esfuerzo de los bancos por incorporar los factores de sostenibilidad y de responsabilidad social a su gestión de riesgos. En particular, en un informe de la Autoridad Bancaria Europea se muestra que una amplia mayoría de los bancos considera los factores ESG como fuentes de riesgo crediticio y reputacional<sup>14</sup>. No obstante, esta tendencia no se limita al área del euro, ya que en el resto de los países desarrollados las emisiones de deuda bancaria verde y de bonos que incorporan criterios sociales aumentaron un 65,1 % respecto a los valores de 2020. En todo caso, el porcentaje que estas representan sobre las emisiones totales es inferior al registrado en el área del euro.

### 2.3 Mercados emergentes

En 2021, la emisión de valores de renta fija de las economías emergentes en los mercados internacionales (incluida la realizada tanto por el sector público como por el privado) se situó en 735 mm de dólares, muy cerca del máximo histórico alcanzado en 2020 (véase gráfico 4.1), si bien se observó una fuerte disminución de las emisiones en el último trimestre del año. Esta significativa caída de las colocaciones se podría relacionar, bien con factores idiosincrásicos<sup>15</sup> y globales, ante la retirada de estímulos monetarios tanto en las propias economías emergentes como en las avanzadas, o bien con la expansión de las nuevas variantes de la pandemia, que ensombrecieron las perspectivas de crecimiento mundiales. Las emisiones netas, no obstante, se mantuvieron en cifras positivas, si bien el aumento de los vencimientos en 2021 respecto al año anterior las redujo a niveles de 2018.

Por sectores, se observó una caída en las emisiones de los soberanos (de 19,8 mm), mientras que tanto las SNF como los bancos emitieron, en términos agregados, mayores cuantías (véase gráfico 4.2). El descenso de las emisiones soberanas, respecto a los niveles extraordinarios registrados en 2020 para afrontar las medidas contra la pandemia, no se derivó de un tensionamiento de las condiciones de emisión. En efecto, dichas condiciones, en términos tanto de tipo de interés como de plazo de colocación, se mantuvieron relativamente laxas durante todo el año. Igualmente, se produjeron el acceso al mercado por primera vez o el regreso a él de soberanos de baja calificación —especialmente, en África—, así como abundantes colocaciones de algunos países con acusadas tensiones sociales y políticas (Colombia y Chile), cuyo aumento del déficit público se encontraría detrás de esas mayores colocaciones. Además, se recuperó en cierta medida el acceso para las empresas de baja calificación, que aumentaron sus colocaciones un 17 % en 2021, tras la caída del

<sup>14</sup> Para más detalles, véase el recuadro 1 de European Banking Authority (2021), *Risk Assessment of the European Banking System*, diciembre de 2021, Luxemburgo, Publications Office of the European Union.

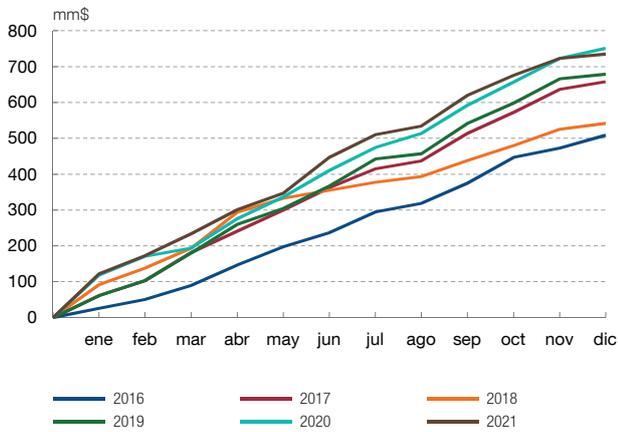
<sup>15</sup> Como, por ejemplo, la crisis de la lira turca o las dificultades financieras y las limitaciones para endeudarse de algunas inmobiliarias chinas, dado que el descenso de las emisiones de ambos países explicaría más del 50 % de la caída total de las colocaciones en el trimestre, a lo que México añadiría casi otro 20 % más.

Gráfico 4

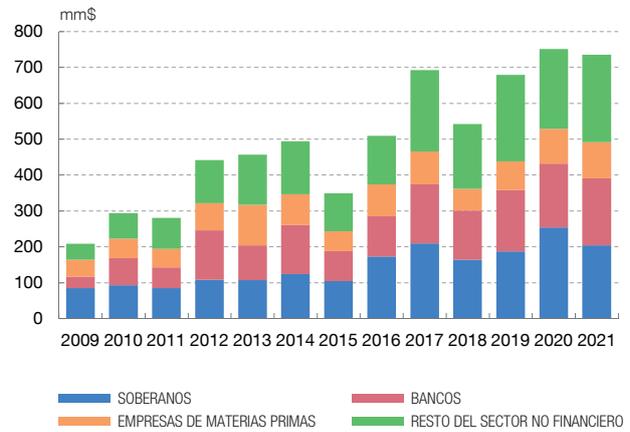
**EMISIONES BRUTAS DE LOS SECTORES PÚBLICO Y PRIVADO EN ECONOMÍAS EMERGENTES**

En 2021, la emisión de valores de renta fija en los mercados internacionales por parte de las economías emergentes se situó muy cerca del máximo histórico alcanzado en 2020, si bien se observó una fuerte disminución de las emisiones en el último trimestre del año. Por regiones, las caídas en las emisiones se concentraron en Europa del Este y en Oriente Medio.

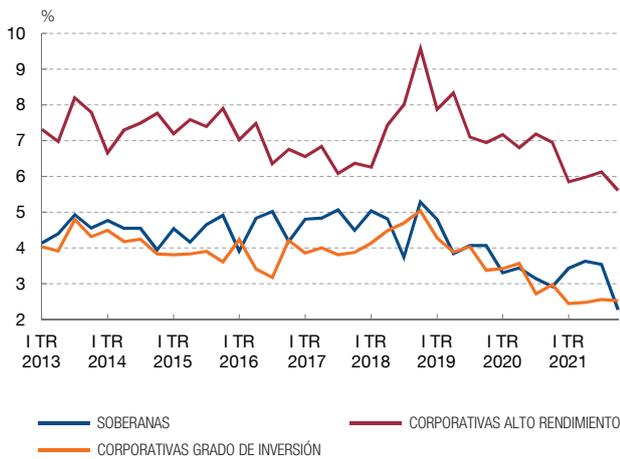
1 DATOS ACUMULADOS DESDE COMIENZOS DE AÑO



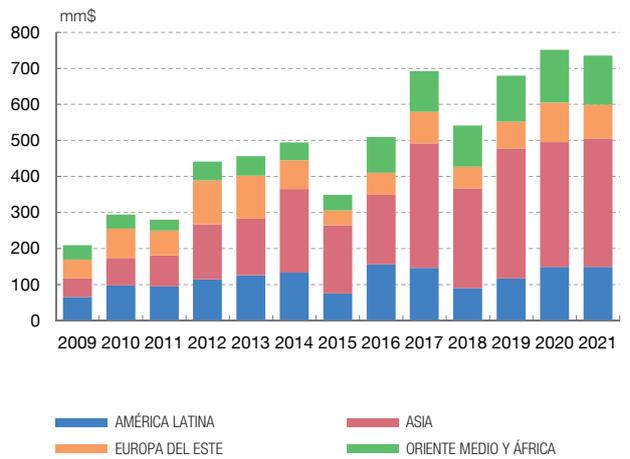
2 POR TIPO DE EMISOR



3 TIPOS DE INTERÉS EN EL MOMENTO DE LA EMISIÓN



4 POR REGIONES



FUENTE: Dealogic.

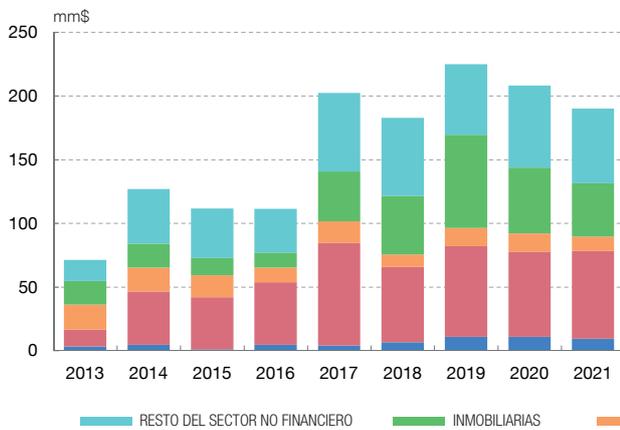
25% en 2020, con unas condiciones (vencimientos y tipos de interés) más laxas que en años previos (véase gráfico 4.3).

Por regiones, las caídas en las emisiones se concentraron en Europa del Este y en Oriente Medio (véase gráfico 4.4) —debido a los soberanos, como se mencionó anteriormente, y, en mucha menor medida, a los bancos— y, por países, en China, en México y en Israel. En el primer caso, la mayor parte de la reducción se observó en el sector inmobiliario (véase gráfico 4.5), sometido desde agosto de 2020 a una política de control del endeudamiento,

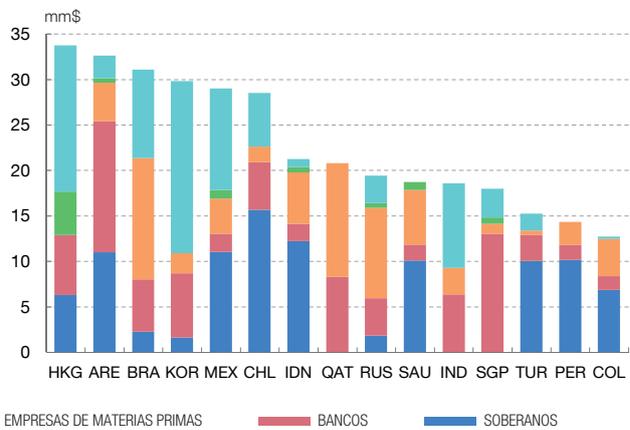
## EMISIONES BRUTAS DE LOS SECTORES PÚBLICO Y PRIVADO EN ECONOMÍAS EMERGENTES (cont.)

Por países, los descensos se concentraron en China, en México y en Israel. En China, la mayor parte de la reducción se observó en el sector inmobiliario, sometido desde agosto de 2020 a una política de control del endeudamiento, entre otras medidas. En cuanto a la composición por monedas, se observó un significativo repunte de las colocaciones en euros, hasta niveles similares a los máximos históricos.

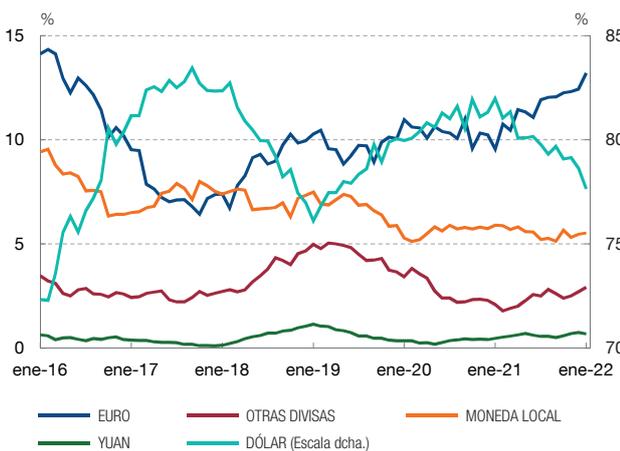
5 POR PAÍSES: CHINA



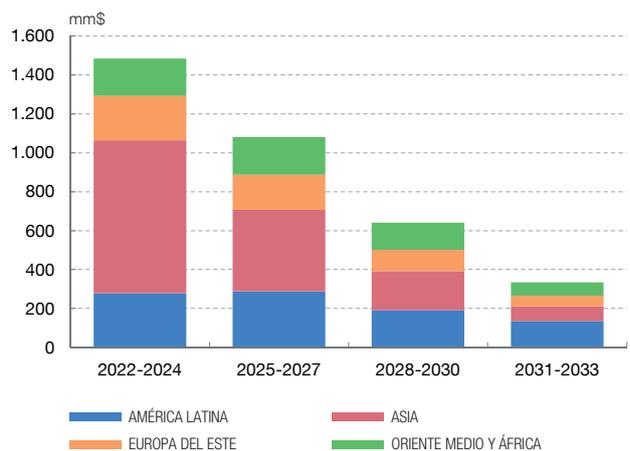
6 POR PAÍSES: MAYORES EMISORES EN 2021



7 MONEDA DE EMISIÓN (% DEL TOTAL)



8 VENCIMIENTOS ESTIMADOS POR REGIONES



FUENTE: Dealogic.

entre otras medidas<sup>16</sup>. Parte de estas emisiones se habrían desviado a Hong Kong, que en 2021 se constituyó en el primer emisor del grupo de economías emergentes, excluida China (véase gráfico 4.6), gracias a las colocaciones soberanas y de vehículos de inversión que operan *off-shore*, y cuyos propietarios son empresas inmobiliarias o relacionadas con

<sup>16</sup> A partir de agosto de 2020, el Gobierno chino puso en marcha la política de las «tres líneas rojas» para los promotores inmobiliarios, que obligan a una docena de promotores a enviar a los principales reguladores de manera periódica informes detallados sobre su situación financiera. Además, se limita la capacidad de endeudamiento de los promotores de acuerdo con tres ratios: i) la ratio entre pasivos y activos no debe superar el 70%; ii) el apalancamiento neto debe ser inferior al 100% del capital, y iii) la relación entre el flujo de caja de la empresa y las deudas a corto plazo debe situarse al menos en el 100%. Estas restricciones se unieron a procedimientos más largos y rigurosos de concesión de crédito a compradores o restricciones a las operaciones de venta (techos y suelos de precios), en el marco de una estrategia denominada «prosperidad común», que busca que la adquisición de vivienda por la población sea más asequible.

infraestructuras. En México, la caída de las emisiones fue más acusada en los soberanos y en las empresas de materias primas, aunque también descendieron las colocaciones bancarias. En cuanto a la composición por monedas, se observó un significativo repunte de las colocaciones en euros, hasta niveles similares a los máximos históricos (véase gráfico 4.7), en paralelo al descenso de la proporción emitida en dólares. Este incremento podría ser consecuencia de la reducción del coste relativo de la emisión en euros en comparación con la realizada en dólares. Las emisiones en moneda local redujeron ligeramente su participación, mientras que el papel del yuan chino es aún muy marginal (no alcanza el 1 % del total), y el ligero aumento experimentado el pasado año se derivó de operaciones soberanas de Hong Kong. Finalmente, en cuanto al perfil de vencimientos (véase gráfico 4.8) de las amortizaciones previstas para los doce próximos años, algo más del 40 % tendrán lugar entre 2022 y 2024, aunque el caso de Asia es algo más desfavorable (53 %), especialmente en el sector inmobiliario (66 %) y en los bancos (61 %). En este sentido, la situación de las inmobiliarias chinas sigue siendo preocupante, dado que tienen que afrontar en el año en curso amortizaciones por valor de 50 mm de dólares, cuando sus emisiones en 2021 no alcanzaron los 42 mm.

Con todo, los saldos vivos de deuda de las economías emergentes se mantuvieron, hacia finales de 2021, en niveles históricamente elevados, tanto en los soberanos como en el resto de los sectores. Respecto a los tenedores, en 2021 volvió a caer el porcentaje de deuda en moneda local en manos de no residentes, aunque con notables diferencias por regiones, dado que se incrementó la participación de los foráneos en Asia y se redujo en el resto, especialmente en Europa del Este.

### 3 Mercados de renta variable

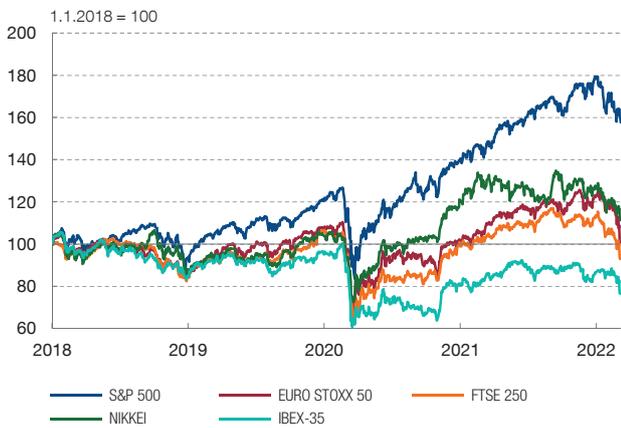
Las emisiones de activos de renta variable se vieron favorecidas por el descenso del coste de emisión tras el avance de los principales índices bursátiles en 2021 —algunos incluso registraron máximos históricos— (véase gráfico 5.1). En este contexto, los títulos emitidos en los mercados internacionales de acciones, cuyo volumen fue especialmente elevado en el primer trimestre del año, experimentaron un intenso crecimiento interanual (del 23,9%) (véanse gráficos 5.2 y 5.3). Este aumento fue generalizado por sectores, si bien el sector

Gráfico 5

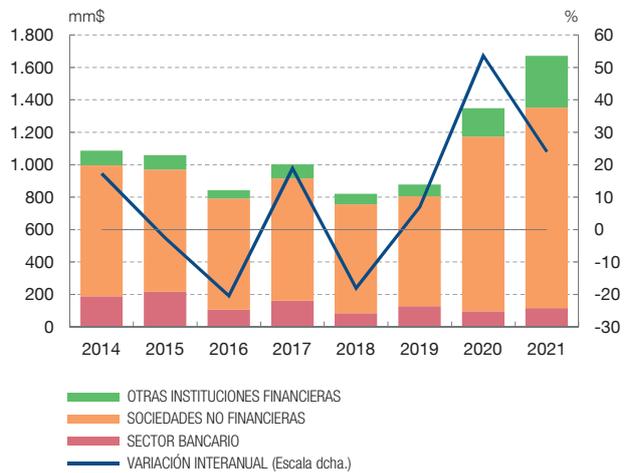
#### EMISIONES DE ACCIONES POR SECTOR Y POR PAÍS

Las emisiones de valores de renta variable registraron un aumento en 2021, favorecidas por el descenso del coste de emisión tras el avance de los principales índices bursátiles en 2021. El incremento en las ofertas públicas de acciones fue especialmente acusado, influidas positivamente por el entorno macroeconómico y por una volatilidad contenida de los precios de las acciones. Por áreas geográficas, el Reino Unido y los países emergentes registraron el mayor incremento en las colocaciones.

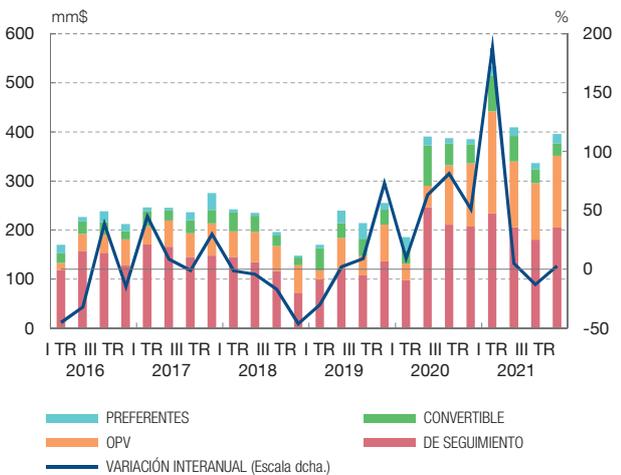
1 ÍNDICES BURSÁTILES



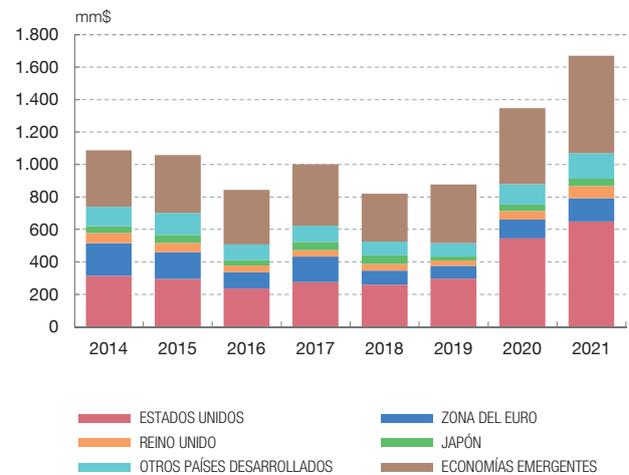
2 EMISIÓN POR SECTOR EMISOR. DATOS ANUALES



3 EMISIÓN POR TIPO DE EMISIÓN. DATOS TRIMESTRALES



4 EMISIÓN POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



FUENTES: Dealogic y Refinitiv Datastream.

de otras instituciones financieras experimentó el mayor incremento. Además, las ofertas públicas de venta de acciones (OPV), especialmente sensibles al entorno macroeconómico, se vieron impulsadas por las favorables condiciones económicas y por una volatilidad contenida del precio de las acciones, y registraron un aumento interanual del 84,1 %.

Por regiones, destaca el incremento de las colocaciones en el Reino Unido (41,4 %) (véase gráfico 5.4). Este incremento se debió a las OPV, mientras que las operaciones de seguimiento, esto es, la emisión de nuevas acciones de empresas que ya cotizan en bolsa, se mantuvieron en niveles similares a los registrados en 2020. El segundo mayor incremento de emisiones de acciones se produjo en los países emergentes (28,1 %). China, que se mantiene como el principal emisor, continuó superando su récord con un volumen de 365 mm de dólares en 2021, mientras que en India y en Brasil las emisiones se redujeron ligeramente.

En la zona del euro y en Estados Unidos, el incremento de las emisiones de renta variable —24,5 % y 19,2 %, respectivamente— también se vio impulsado por las OPV. En Estados Unidos, más de la mitad de ellas se instrumentaron mediante las *Special Purpose Acquisition Companies* (SPAC), empresas que recaudan fondos para la compra de otras empresas. En Europa, del volumen total de OPV, que fue liderado por el sector tecnológico y el financiero, la parte gestionada a través de estos vehículos es mucho más reducida. No obstante, en 2021 también aumentó el volumen total de SPAC en los mercados europeos. En este sentido, cabe destacar que el Reino Unido ha revisado recientemente su marco regulatorio para eliminar algunas barreras que tenían estos vehículos<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> En agosto de 2021, la Financial Conduct Authority del Reino Unido implementó cambios en las reglas de cotización de las SPAC. Para más detalles, véase <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps21-10.pdf>.

## 4 Mercados de titulaciones y productos estructurados

La emisión de titulaciones, que registró volúmenes reducidos en 2020, aumentó significativamente, hasta los 1.160 mm de dólares en 2021, en el conjunto de los países desarrollados —el mayor volumen desde la crisis financiera global— (véase gráfico 6.1). Este incremento interanual fue generalizado por áreas geográficas, donde destacó el producido en el Reino Unido (214 %), en el grupo de otros países desarrollados (140 %) y en Estados Unidos (121 %).

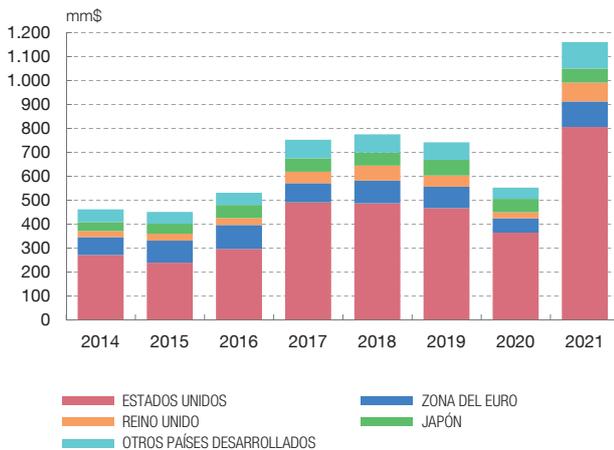
Por tipo de colateral, el mayor aumento se produjo en las *Collateralized Debt Obligations* (CDO), que, con un incremento interanual del 263 % respecto a 2020, batieron sus récords de emisión (véase gráfico 6.2). Los analistas apuntan a que la búsqueda de rentabilidad en un contexto de bajos tipos de interés, la resiliencia de estos instrumentos en 2020 y sus tasas flotantes, que pueden traducirse en mayores rendimientos si los tipos de interés de referencia aumentan, habrían aumentado el atractivo de estos productos. Las emisiones respaldadas por hipotecas comerciales (*Commercial Mortgage Backed Securities* - CMBS) y las titulaciones con colateral hipotecario residencial (*Residential Mortgage Backed Securities* - RMBS) también experimentaron un incremento significativo, apoyadas en la recuperación del dinamismo en los mercados inmobiliarios de la mayoría de los países durante el pasado año. Por su parte, las emisiones de *Asset-Backed Securities* (ABS) registraron un aumento del 48 % con respecto a 2020.

Gráfico 6

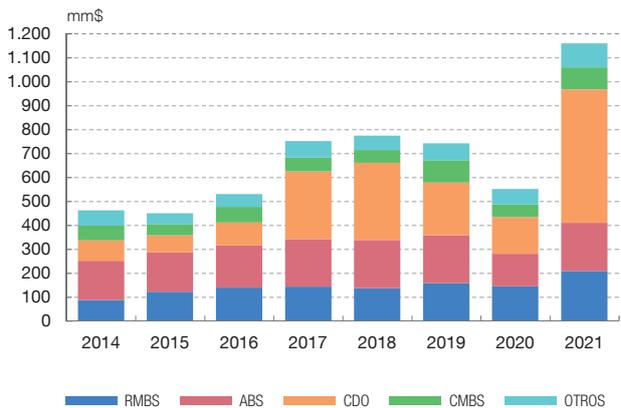
### TITULIZACIONES EMITIDAS EN LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS, POR PAÍS Y TIPO DE COLATERAL (a)

La emisión de titulaciones aumentó significativamente en 2021, y registró el mayor volumen desde la crisis financiera global. Por tipo de colateral, el mayor aumento se produjo en las *Collateralized Debt Obligations*, apoyado por la búsqueda de rentabilidad en un contexto de bajos tipos de interés y por la resiliencia de estos instrumentos tras el estallido de la pandemia. El incremento fue generalizado por áreas geográficas, donde destacó el registrado en el Reino Unido, en el grupo de otros países desarrollados y en Estados Unidos.

1 POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



2 POR TIPO DE COLATERAL



FUENTE: Dealogic.

a Se excluyen las titulaciones a corto plazo.

Las titulaciones verdes y/o sostenibles todavía representan una parte limitada del mercado de titulaciones en los países desarrollados —en torno al 1,5 % de las titulaciones totales—, si bien han experimentado un significativo crecimiento en este año. La ausencia de una definición armonizada de lo que constituye una garantía «verde» o «social» y unos volúmenes limitados de creación de garantías que cumplan con criterios ESG serían, según los analistas, algunos de los factores que se encuentran detrás del aún escaso desarrollo de las finanzas estructuradas sostenibles.

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 2030 ÁNGEL GÓMEZ-CARREÑO GARCÍA-MORENO: Juan Sebastián Elcano: 500 años de la Primera vuelta al mundo en los billetes del Banco de España. Historia y tecnología del billete.
- 2031 OLYMPIA BOVER, NATALIA FABRA, SANDRA GARCÍA-URIBE, AITOR LACUESTA y ROBERTO RAMOS: Firms and households during the pandemic: what do we learn from their electricity consumption?
- 2032 JÚLIA BRUNET, LUCÍA CUADRO-SÁEZ y JAVIER J. PÉREZ: Fondos públicos de contingencia para situaciones de emergencia: lecciones de la experiencia internacional. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2033 CRISTINA BARCELÓ, LAURA CRESPO, SANDRA GARCÍA-URIBE, CARLOS GENTO, MARINA GÓMEZ y ALICIA DE QUINTO: The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2017 wave.
- 2101 LUNA AZAHARA ROMO GONZÁLEZ: Una taxonomía de actividades sostenibles para Europa.
- 2102 FRUCTUOSO BORRALLO, SUSANA PÁRRAGA-RODRÍGUEZ y JAVIER J. PÉREZ: Los retos de la fiscalidad ante el envejecimiento: evidencia comparada de la Unión Europea, Estados Unidos y Japón. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2103 LUIS J. ÁLVAREZ, M.ª DOLORES GADEA y ANA GÓMEZ LOSCOS: La evolución cíclica de la economía española en el contexto europeo. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2104 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2021. Comparecencia ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados, el 4 de noviembre de 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2105 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: La independencia de las autoridades y supervisores económicos. El caso del Banco de España. Comparecencia del gobernador del Banco de España ante la Comisión para la Auditoría de la Calidad Democrática / Congreso de los Diputados, el 22 de diciembre de 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2106 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El sistema de pensiones en España: una actualización tras el impacto de la pandemia. Contribución del Banco de España a los trabajos de la Comisión de Seguimiento y Evaluación de los Acuerdos del Pacto de Toledo. 2 de septiembre de 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2107 EDUARDO BANDRÉS, MARÍA-DOLORES GADEA y ANA GÓMEZ-LOSCOS: Datado y sincronía del ciclo regional en España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2108 PABLO BURRIEL, VÍCTOR GONZÁLEZ-DÍEZ, JORGE MARTÍNEZ-PAGÉS y ENRIQUE MORAL-BENITO: Real-time analysis of the revisions to the structural position of public finances.
- 2109 CORINNA GHIRELLI, MARÍA GIL, SAMUEL HURTADO y ALBERTO URTASUN: Relación entre las medidas de contención de la pandemia, la movilidad y la actividad económica. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2110 DMITRY KHAMETSHIN: High-yield bond markets during the COVID-19 crisis: the role of monetary policy.
- 2111 IRMA ALONSO y LUIS MOLINA: A GPS navigator to monitor risks in emerging economies: the vulnerability dashboard.
- 2112 JOSÉ MANUEL CARBÓ y ESTHER DIEZ GARCÍA: El interés por la innovación financiera en España. Un análisis con Google Trends.
- 2113 CRISTINA BARCELÓ, MARIO IZQUIERDO, AITOR LACUESTA, SERGIO PUENTE, ANA REGIL y ERNESTO VILLANUEVA: Los efectos del salario mínimo interprofesional en el empleo: nueva evidencia para España.
- 2114 ERIK ANDRES-ESCAJOLA, JUAN CARLOS BERGANZA, RODOLFO CAMPOS y LUIS MOLINA: A BVAR toolkit to assess macrofinancial risks in Brazil and Mexico.
- 2115 ÁNGEL LUIS GÓMEZ y ANA DEL RÍO: El impacto desigual de la crisis sanitaria sobre las economías del área del euro en 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2116 FRUCTUOSO BORRALLO EGEA y PEDRO DEL RÍO LÓPEZ: Estrategia de política monetaria e inflación en Japón. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2117 MARÍA J. NIETO y DALVINDER SINGH: Incentive compatible relationship between the ERM II and close cooperation in the Banking Union: the cases of Bulgaria and Croatia.
- 2118 DANIEL ALONSO, ALEJANDRO BUESA, CARLOS MORENO, SUSANA PÁRRAGA y FRANCESCA VIANI: Medidas de política fiscal adoptadas a partir de la segunda ola de la crisis sanitaria: área del euro, Estados Unidos y Reino Unido. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2119 ROBERTO BLANCO, SERGIO MAYORDOMO, ÁLVARO MENÉNDEZ y MARISTELA MULINO: El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas españolas. (Existe una versión en inglés con el mismo número).

- 2120 MATÍAS PACCE, ISABEL SÁNCHEZ y MARTA SUÁREZ-VARELA: El papel del coste de los derechos de emisión de CO<sub>2</sub> y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2121 MARIO ALLOZA, JAVIER ANDRÉS, PABLO BURRIEL, IVÁN KATARYNIUK, JAVIER J. PÉREZ y JUAN LUIS VEGA: La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2122 MARIO ALLOZA, VÍCTOR GONZÁLEZ-DÍEZ, ENRIQUE MORAL-BENITO y PATROCINIO TELLO-CASAS: El acceso a servicios en la España rural. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2123 CARLOS GONZÁLEZ PEDRAZ y ADRIAN VAN RIXTEL: El papel de los derivados en las tensiones de los mercados durante la crisis del COVID-19. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2124 IVÁN KATARYNIUK, JAVIER PÉREZ y FRANCESCA VIANI: (De-)Globalisation of trade and regionalisation: a survey of the facts and arguments.
- 2125 BANCO DE ESPAÑA STRATEGIC PLAN 2024: RISK IDENTIFICATION FOR THE FINANCIAL AND MACROECONOMIC STABILITY: How do central banks identify risks? A survey of indicators.
- 2126 CLARA I. GONZÁLEZ y SOLEDAD NÚÑEZ: Markets, financial institutions and central banks in the face of climate change: challenges and opportunities.
- 2127 ISABEL GARRIDO: La visión del Fondo Monetario Internacional sobre la equidad en sus 75 años de vida. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2128 JORGE ESCOLAR y JOSÉ RAMÓN YRIBARREN: Las medidas del Banco Central Europeo y del Banco de España contra los efectos del COVID-19 en el marco de los activos de garantía de política monetaria y su impacto en las entidades españolas. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2129 BRINDUSA ANGHEL, AITOR LACUESTA y FEDERICO TAGLIATI: Encuesta de Competencias Financieras en las Pequeñas Empresas 2021: principales resultados. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2130 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Comparecencias ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados, el 25 de octubre de 2021, y ante la Comisión de Presupuestos del Senado, el 30 de noviembre de 2021, en relación con el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2022. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2131 LAURA AURIA, MARKUS BINGMER, CARLOS MATEO CAICEDO GRACIANO, CLÉMENCE CHARAVEL, SERGIO GAVILÁ, ALESSANDRA IANNAMORELLI, AVIRAM LEVY, ALFREDO MALDONADO, FLORIAN RESCH, ANNA MARIA ROSSI y STEPHAN SAUER: Overview of central banks' in-house credit assessment systems in the euro area.
- 2132 JORGE E. GALÁN: CREWS: a CAMELS-based early warning system of systemic risk in the banking sector.
- 2133 ALEJANDRO FERNÁNDEZ CERERO y JOSÉ MANUEL MONTERO: Un análisis sectorial de los retos futuros de la economía española.
- 2201 MANUEL A. PÉREZ ÁLVAREZ: Nueva asignación de derechos especiales de giro. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2202 PILUCA ALVARGONZÁLEZ, MARINA GÓMEZ, CARMEN MARTÍNEZ-CARRASCAL, MYROSLAV PIDKUYKO y ERNESTO VILLANUEVA: Analysis of labor flows and consumption in Spain during COVID-19.
- 2203 MATÍAS LAMAS y SARA ROMANIEGA: Elaboración de un índice de precios para el mercado inmobiliario comercial de España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2204 ÁNGEL IVÁN MORENO BERNAL y TERESA CAMINERO GARCÍA: Analysis of ESG disclosures in Pillar 3 reports. A text mining approach.
- 2205 OLYMPIA BOVER, LAURA CRESPO y SANDRA GARCÍA-URIBE: El endeudamiento de los hogares en la Encuesta Financiera de las Familias y en la Central de Información de Riesgos: un análisis comparativo. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2206 EDUARDO GUTIÉRREZ, ENRIQUE MORAL-BENITO y ROBERTO RAMOS: Dinámicas de población durante el COVID-19. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2207 JULIO GÁLVEZ: Measuring the equity risk premium with dividend discount models.
- 2208 PILAR CUADRADO, MARIO IZQUIERDO, JOSÉ MANUEL MONTERO, ENRIQUE MORAL-BENITO y JAVIER QUINTANA: El crecimiento potencial de la economía española tras la pandemia.
- 2209 PANA ALVES, SERGIO MAYORDOMO y MANUEL RUIZ-GARCÍA: La financiación empresarial en los mercados de renta fija: la contribución de la política monetaria a mitigar la barrera del tamaño. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2210 PABLO BURRIEL, IVÁN KATARYNIUK y JAVIER J. PÉREZ: Computing the EU's SURE interest savings using an extended debt sustainability assessment tool.
- 2211 LAURA ÁLVAREZ, ALBERTO FUERTES, LUIS MOLINA y EMILIO MUÑOZ DE LA PEÑA: La captación de fondos en los mercados internacionales de capitales en 2021. (Existe una versión en inglés con el mismo número).