

# Tendencias globales de financiación en los mercados de capitales en 2017

Alberto Fuertes, Luis Molina, Luna Romo y Emilio Muñoz de la Peña



13 de marzo de 2018

Durante 2017, las emisiones totales de bonos mantuvieron un volumen similar al de años anteriores, experimentando un pequeño descenso, motivado por la caída de las emisiones del sector público. Como viene siendo habitual, existen importantes diferencias en función de la región y el trimestre analizados. Por trimestres destacó el buen comienzo del año, con un fuerte crecimiento del volumen emitido en el primer trimestre y cierta desaceleración posterior. Este perfil refleja posiblemente el comportamiento de algunos emisores que trataron de anticipar sus colocaciones ante la expectativa de que las condiciones financieras se deteriorasen, en un contexto de progresivo endurecimiento de las políticas monetarias. Por regiones, lo más relevante fue el retroceso en las emisiones de Estados Unidos y el buen comportamiento experimentado por los mercados emergentes. Además, destaca el volumen de colocaciones en los segmentos de mayor riesgo, como el corporativo de alto rendimiento y el de mercados emergentes, que alcanzó niveles récord.

Este artículo ha sido elaborado por Alberto Fuertes, Luis Molina, Luna Romo y Emilio Muñoz de la Peña, de la Dirección General de Economía y Estadística.

### Introducción

El comportamiento de los mercados financieros internacionales en 2017 se caracterizó por la estabilidad y el mantenimiento de niveles históricamente bajos de volatilidad, en un contexto de tipos de interés reducidos y de elevado apetito por el riesgo. Y ello pese a algunos factores que pudieron generar incertidumbre: señaladamente, el cambio en la orientación de las políticas económicas en Estados Unidos, anunciado por la nueva administración Trump, o la normalización de la política monetaria en ese país. El volumen de colocaciones fue similar al del año anterior, con una ligera caída en las emisiones de bonos entre ambos años, debida, principalmente, a la reducción de las emisiones de bonos públicos. Además, el volumen de colocaciones en los segmentos de mayor riesgo, como el corporativo de alto rendimiento y el de mercados emergentes, alcanzó niveles récord.

En este artículo se analizan las principales tendencias de la actividad emisora de títulos durante el año pasado<sup>1</sup>, ilustrando los factores que pueden haber afectado de un modo más relevante a cada uno de los segmentos de mercado. Como un desarrollo relevante de esta información, se incluye también una estimación del volumen de financiación neta recibida por el sector corporativo no financiero de las principales economías desarrolladas. Esta estimación, que combina información sobre emisiones del sector corporativo no financiero con datos de crédito bancario (nacional y transfronterizo), aporta una visión adicional sobre los flujos de financiación y el endeudamiento neto del sector privado no financiero.

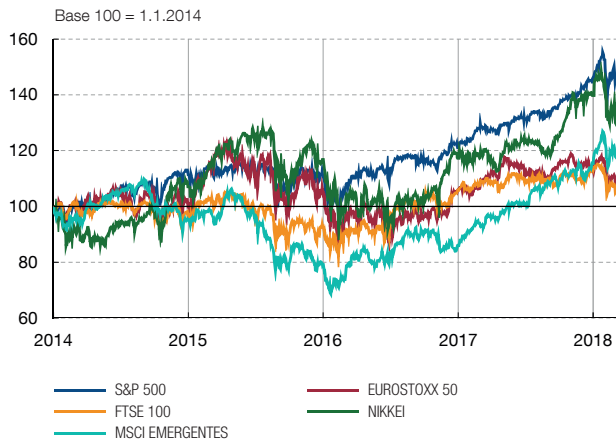
En el siguiente apartado se describe la evolución de los mercados de capitales a escala global en 2017. En las secciones posteriores se analizan los principales rasgos de la actividad emisora en los mercados de deuda pública, renta fija privada no financiera, sector bancario, mercados emergentes y otros mercados. En el último apartado se comenta la evolución de la financiación neta del sector corporativo no financiero en las principales áreas desarrolladas. Se incluyen también dos recuadros: el primero analiza el reciente episodio de turbulencias financieras y el segundo comenta la evolución y principales tendencias de la emisión de «bonos verdes» (*Green Bonds*), un mercado cuyo volumen ha crecido de un modo considerable en los últimos años y que registró cifras récord en 2017.

### Contexto de las condiciones financieras globales

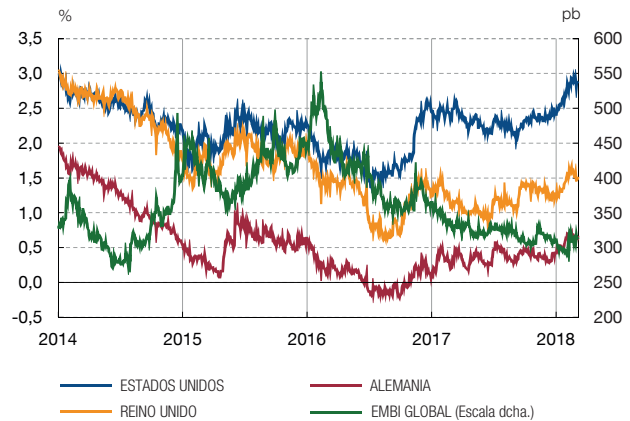
El año 2017 se puede considerar un período de calma relativa en los mercados financieros internacionales. La incertidumbre de naturaleza macroeconómica y política apenas tuvo impacto en su comportamiento, más allá de incrementos puntuales en la volatilidad, que, en términos generales, se redujo y permaneció en niveles muy bajos durante el año. Esta evolución tuvo lugar en un contexto de recuperación del ritmo de crecimiento global y revisión al alza de las previsiones, y de comportamiento alcista de los mercados bursátiles, que en Estados Unidos y Japón alcanzaron máximos históricos. En línea con lo anunciado, la Reserva Federal fue implementando su plan de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, a pesar de lo cual los tipos de interés a diez años apenas se movieron y las condiciones financieras se mantuvieron laxas durante todo el año (véase gráficos 1.1 y 1.2).

<sup>1</sup> El análisis se centra en los títulos brutos emitidos en mercados de capitales a un plazo superior al año y medio, utilizando como fuente principal la base de datos Dealogic.

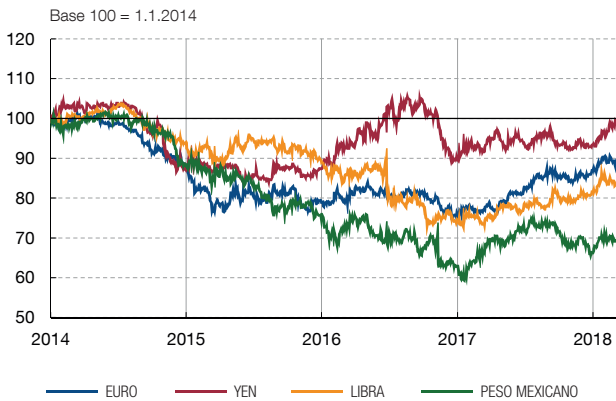
1 ÍNDICES BURSÁTILES



2 TIPOS DE INTERÉS



3 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (a)



4 VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS E INCERTIDUMBRE POLÍTICA



FUENTES: Datastream y *Economic Policy Uncertainty*.

- a Un aumento (disminución) significa una apreciación (depreciación) de la moneda frente al dólar.
- b Volatilidad media de los mercados de bonos (MOVE), bursátil (VIX) y de los tipos de cambio frente al dólar del euro, el yen y la libra.
- c Índice de Incertidumbre Política Global (*Global EPU Index*).

Sin embargo, el comienzo de 2017 se caracterizó por un tono de cautela en los mercados: tras las elecciones presidenciales americanas de noviembre de 2016, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo había experimentado un repunte significativo y el dólar se apreció, pero estos movimientos se frenaron en los meses siguientes, ante la incertidumbre generada por el contenido de las políticas anunciadas por la nueva administración Trump. No obstante, los índices bursátiles no detuvieron su evolución alcista y marcaron máximos históricos en Estados Unidos, una tónica que, como se ha señalado, se repitió a lo largo de todo el año, mientras que la volatilidad descendía.

Diferentes acontecimientos a lo largo del año en el ámbito político, con capacidad para afectar al comportamiento de los mercados financieros, tuvieron un impacto muy limitado y apenas provocaron aumentos puntuales de la volatilidad. Así sucedió con distintos procesos electorales en Europa (Francia, Reino Unido y Alemania), con los hitos en el desarrollo de las negociaciones del *brexit* y con otros eventos geopolíticos. En todo caso, la incertidumbre política global se fue reduciendo progresivamente, tras los máximos alcanzados a finales del 2016, proporcionando un apoyo al entorno de baja volatilidad existente (gráfico 1.4).

El contexto de buenos datos macroeconómicos, con avances de la actividad mayores de lo esperado en las principales áreas y perspectivas favorables para 2018, en ausencia de presiones inflacionistas significativas, propició que el tono de las políticas monetarias cambiase gradualmente. En Estados Unidos, la Reserva Federal subió tres veces el tipo de interés de los fondos federales durante el año, en línea con el ritmo de normalización anunciado, e inició la reducción de su balance en octubre. Pese a estas medidas, los tipos de la deuda soberana americana a largo plazo se mantuvieron estables y su volatilidad implícita se redujo, a lo que pudo contribuir la política de comunicación de la Reserva Federal, muy explícita acerca de la senda proyectada de tipos de interés y la cadencia de reducción del balance, en contraposición con la incertidumbre y volatilidad que se produjo en 2013 en el episodio conocido como *taper-tantrum*<sup>2</sup>.

En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra moderó algo el tono laxo de su política monetaria, con una subida del tipo oficial en noviembre, la primera tras la crisis financiera, aunque sin planes para reducir los *stocks* de bonos adquiridos en sus programas de compras. En la zona del euro y en Japón, las políticas monetarias mantuvieron un tono más acomodaticio. En el primer caso, el programa de compra de activos del BCE se extendió a 2018, aunque con una menor cuantía. Por su parte, el Banco de Japón continuó con sus programas de compras de activos y control de la curva de rendimientos, sin anunciar cambios al respecto.

En los mercados emergentes se observó una cierta heterogeneidad, con un aumento del riesgo político y recortes en la calificación soberana en algunas de las grandes economías. No obstante, al igual que en las economías avanzadas, la actividad repuntó. Esto, unido al contexto global de apetito por el riesgo, favoreció las operaciones de *carry trade* e impulsó la entrada de capitales de cartera en estas regiones, la apreciación de las divisas frente al dólar, el estrechamiento de los diferenciales soberanos —en algún caso, hasta niveles cercanos a mínimos históricos— y fuertes aumentos de los índices de bolsa.

El año finalizó con la aprobación de la reforma fiscal en Estados Unidos, que puede tener consecuencias importantes sobre la situación macroeconómica y financiera en ese país y, por tanto, sobre las condiciones de emisión de bonos corporativos. En Europa, la incertidumbre generada por la dificultad de formar gobierno en Alemania tras las elecciones de septiembre se ha diluido con el acuerdo de gobierno entre los dos principales partidos. Sin embargo, en Italia se plantea un escenario incierto en 2018, tras las elecciones del pasado 4 de marzo, ya que ninguna fuerza alcanzó mayoría suficiente para formar gobierno y se deberán buscar pactos poselectorales.

En el comienzo de 2018, el principal riesgo percibido en relación con el comportamiento de los mercados financieros es la posibilidad de que algún evento desencadene un repunte de la volatilidad, dado su nivel extraordinariamente bajo, y en el endurecimiento de las condiciones financieras que esto pudiera conllevar, afectando a la capacidad de acceso a los mercados de capitales, especialmente de los prestatarios más endeudados y con mayor riesgo. Una corrección de este tipo podría desencadenarse por distintos motivos; entre ellos, una senda de normalización de la política monetaria en las principales economías avanzadas más rápida de lo esperado, vinculada a un repunte de las presiones inflacionistas mayor que el esperado. A principios de febrero se han producido varios episodios de corrección con estas

---

<sup>2</sup> En mayo de 2013, el por entonces presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, apuntó al probable comienzo en la reducción del ritmo de compras de activos por parte de la Reserva Federal para finales de ese año. Este anuncio inesperado hizo que muchos inversores vendieran gran parte de sus carteras de renta fija, provocando el incremento en el rendimiento de la deuda pública y de su volatilidad.

características, si bien aún resulta prematuro valorar las implicaciones de estos movimientos sobre las condiciones financieras y sobre el volumen de emisiones en los distintos segmentos (véase recuadro 1). Además, la posible sobrevaloración de algunos mercados en Estados Unidos, como el de la deuda de alto rendimiento o los bursátiles<sup>3</sup>, podría ser un foco de riesgo adicional, facilitando la reproducción de episodios de elevada volatilidad.

#### Actividad en los mercados de emisión de bonos

Durante 2017, las emisiones totales de bonos mantuvieron un volumen similar al de años anteriores, experimentando un pequeño descenso, motivado por la caída de las emisiones del sector público (véase cuadro 1). En el gráfico 2 se muestra la evolución de la actividad emisora en los últimos años. Como viene siendo habitual, existen importantes diferencias en función de la región y del trimestre analizados.

Por trimestres, destacó el buen comienzo del año, con un fuerte crecimiento del volumen emitido en el primer trimestre y cierta desaceleración posterior. Este perfil refleja posiblemente el comportamiento de algunos emisores que trataron de anticipar sus colocaciones ante la expectativa de que las condiciones financieras se deteriorasen, en un contexto de progresivo endurecimiento de las políticas monetarias. Por regiones, lo más relevante fue el retroceso en las emisiones de Estados Unidos y el buen comportamiento experimentado por los mercados emergentes.

Detrás de estas tendencias hay factores tanto de demanda como de oferta. Por un lado, la demanda de los inversores ha venido condicionada por el contexto de baja volatilidad, apetito por el riesgo y búsqueda de rentabilidades, lo que ha favorecido el acceso a la financiación en segmentos de mayor riesgo, como el de mercados emergentes. Por el lado de la oferta, las emisiones del sector público condicionaron la evolución global, al registrar un importante retroceso en Estados Unidos, si bien este sigue siendo el sector más importante en cuanto a volumen de emisiones. La caída de las emisiones del sector bancario pudo verse condicionada, en parte, por la abundante financiación de los bancos centrales y las emisiones que los bancos habían realizado en años anteriores con objeto de satisfacer determinados requerimientos regulatorios, sobre todo en el Reino Unido y en Estados Unidos.

#### MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA EN PAÍSES DESARROLLADOS

Durante 2017, las emisiones brutas del sector público en los países desarrollados se redujeron levemente, manteniendo la tendencia que se viene observando en los últimos años, en un contexto de consolidación fiscal. El descenso fue generalizado en las principales áreas, pero más intenso en Estados Unidos (gráfico 3.1). La zona del euro fue la excepción, pues incrementó levemente sus emisiones, mientras que en Japón y en el Reino Unido también se registraron descensos. El ritmo de consolidación fiscal implementado durante los últimos años queda ilustrado de modo más preciso por la evolución del volumen de emisiones netas (gráfico 3.2), que viene descendiendo de modo progresivo y, en algunos casos, como Estados Unidos, registró cifras negativas durante 2017<sup>4</sup>. En cuanto al agente emisor, el grueso se sigue realizando de modo centralizado, siendo los tesoros los que aglutinan la mayor parte de títulos colocados en los mercados (gráfico 3.4).

No obstante, la tendencia a la caída de las emisiones de bonos públicos podría revertirse en 2018. Este sería el caso específicamente de Estados Unidos, donde la reforma fiscal aprobada en diciembre de 2017 y el acuerdo presupuestario alcanzado recientemente conllevarán

3 El índice S&P 500 presenta una ratio de precio/beneficios de 21,6, muy por encima de la media histórica (16,5). Esta ratio es un indicador tradicional de la sobrevaloración en el precio de las acciones.

4 Al estar contabilizando únicamente emisiones con vencimientos superiores a 1,5 años, un volumen de emisiones netas negativo no supone necesariamente incurrir en superávits públicos.



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

CUADRO 1

mm de dólares

	2016	2017	Variac. anual 2017 (%)	2017			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
<b>BONOS TOTALES (a)</b>	<b>9.144</b>	<b>8.957</b>	<b>-2,05</b>	<b>2.593</b>	<b>2.389</b>	<b>2.199</b>	<b>1.775</b>
<b>BONOS TOTALES DE ECONOMÍAS DESARROLLADAS</b>	<b>8.657</b>	<b>8.332</b>	<b>-3,75</b>	<b>2.423</b>	<b>2.220</b>	<b>2.057</b>	<b>1.632</b>
<b>BONOS TOTALES EME</b>	<b>487</b>	<b>624</b>	<b>28,25</b>	<b>170</b>	<b>169</b>	<b>142</b>	<b>143</b>
<b>BONOS TOTALES, POR PAÍS</b>							
Desarrollados	8.657	8.332	-3,75	2.423	2.220	2.057	1.632
Estados Unidos	3.965	3.594	-9,35	1.006	978	939	670
Zona del euro	2.066	2.063	-0,15	686	583	424	371
Reino Unido	382	391	2,39	107	99	108	77
Japón	1.428	1.415	-0,85	339	363	384	330
Otros desarrollados	816	869	6,38	285	197	203	183
Emergentes (b)	487	624	28,25	170	169	142	143
<b>BONOS TOTALES, POR SECTOR/INSTRUMENTO</b>							
Sector público	5.799	5.408	-6,75	1.543	1.477	1.346	1.042
Desarrollados	5.627	5.203	-7,53	1.472	1.427	1.305	999
Estados Unidos	2.520	2.101	-16,64	583	573	571	374
Zona del euro	1.342	1.358	1,21	441	394	304	219
Reino Unido	178	164	-7,88	53	37	39	35
Japón	1.257	1.220	-2,98	286	328	311	296
Otros desarrollados	329	360	9,39	109	95	81	75
Emergentes	172	204	18,86	71	50	40	43
Sociedades no financieras	1.752	1.917	9,43	528	521	470	398
Desarrollados	1.514	1.622	7,14	463	437	391	331
Estados Unidos	883	922	4,42	259	255	226	182
Zona del euro	350	320	-8,56	106	92	49	73
Reino Unido	83	107	28,37	18	30	42	18
Japón	82	112	36,38	29	24	40	19
Otros desarrollados	116	161	39,34	51	36	34	40
Emergentes	238	295	24,02	65	84	79	67
Sector bancario	1.329	1.257	-5,42	421	296	297	242
Desarrollados	1.252	1.132	-9,59	387	261	276	208
Estados Unidos	421	365	-13,25	111	97	95	62
Zona del euro	339	333	-2,01	119	86	65	63
Reino Unido	98	79	-19,49	27	23	13	15
Japón	67	66	-1,70	21	7	26	13
Otros desarrollados	327	290	-11,39	109	49	77	55
Emergentes (c)	77	125	62,33	35	35	22	34
Otras instituciones financieras	264	375	41,99	101	94	86	93
Estados Unidos	141	206	46,43	53	53	47	53
Zona del euro	34	52	50,53	20	11	6	15
Reino Unido	23	41	82,90	10	9	13	9
Japón	21	17	-16,82	3	4	7	3
Otros desarrollados	45	58	28,49	16	17	12	13
<b>Pro memoria</b>							
Bonos garantizados con colateral (d)	216	208	-3,78	79	53	39	37
Zona del euro	109	99	-8,60	42	30	21	21
Otros	107	109	1,08	37	23	18	16
Bonos de alto riesgo	425	574	35,18	160	158	123	133
Desarrollados	360	442	22,76	125	112	98	107
Estados Unidos	255	284	11,31	80	75	69	61
Zona del euro	65	69	6,24	21	15	8	24
Reino Unido	14	31	127,42	7	9	6	10
Japón	7	15	115,03	4	0	11	0
Otros desarrollados	19	43	119,45	13	13	4	12
Emergentes	65	132	104,34	35	47	25	26
Préstamos sindicados	4.515	4.777	5,81	1.221	1.295	1.000	1.263
Desarrollados	3.902	4.241	8,70	1.097	1.142	882	1.121
Estados Unidos	1.538	1.794	16,62	451	486	382	475
Zona del euro	832	849	2,00	213	238	181	217
Reino Unido	347	385	10,88	108	107	68	102
Japón	561	527	-6,03	163	114	113	137
Otros desarrollados	623	687	10,17	162	197	137	190
Emergentes	613	536	-12,57	124	153	117	142

FUENTE: Dealogic.

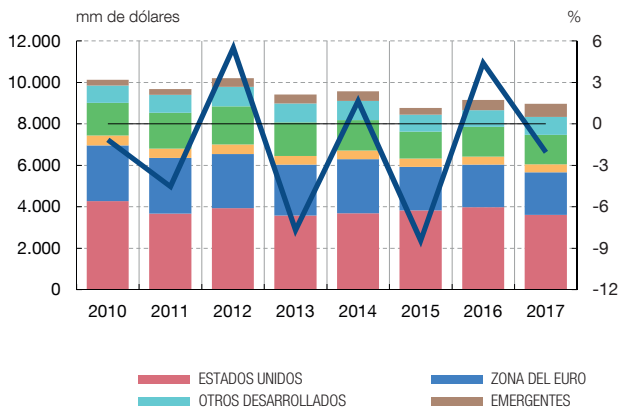
a Totales estimados. Datos excluyendo las titulaciones y los instrumentos de deuda a corto plazo.

b En economías emergentes solo se incluyen emisiones en mercados internacionales.

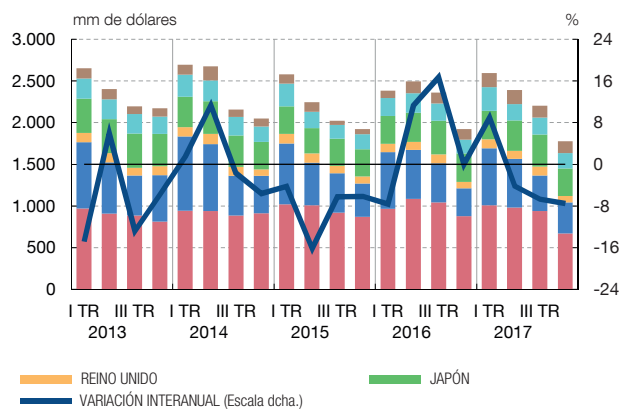
c En el sector bancario de economías emergentes se incluyen otras instituciones financieras no bancarias.

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

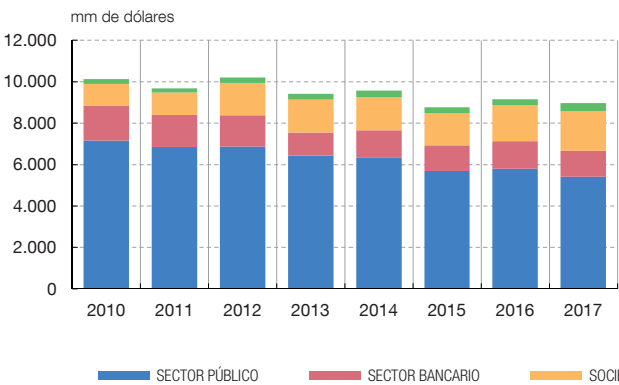
1 EMISIÓN BRUTA POR PAÍSES O REGIONES EMISORES  
Datos anuales



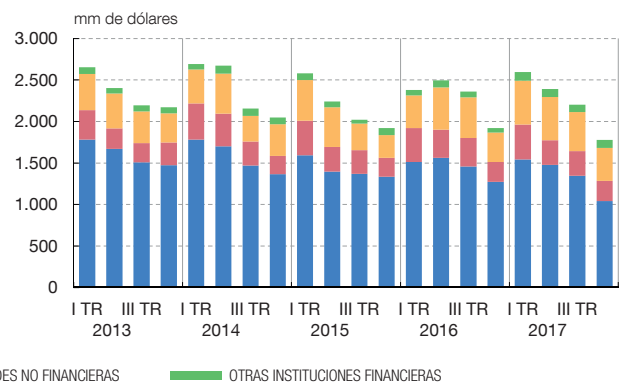
2 EMISIÓN BRUTA POR PAÍSES O REGIONES EMISORES  
Datos trimestrales



3 EMISIÓN BRUTA POR SECTOR EMISOR  
Datos anuales



4 EMISIÓN BRUTA POR SECTOR EMISOR  
Datos trimestrales



FUENTE: Dealogic.

a Datos excluyendo las titulizaciones y los instrumentos de deuda a corto plazo.

un aumento de las necesidades de financiación. De hecho, los planes avanzados por el Tesoro americano van en este sentido: en el informe del Treasury Borrowing Advisory Committee (TBAC)<sup>5</sup>, publicado en agosto, ya se mencionaba el posible aumento en las necesidades de endeudamiento públicas, debido al incremento previsto en el déficit fiscal. En cuanto al plazo de emisión, en el último informe del TBAC<sup>6</sup> se aconsejaba cubrir una parte importante de las necesidades de financiación de los próximos años con *Treasury bills*, que son títulos de deuda de corto plazo<sup>7</sup>, así como emitir a plazos entre dos y cinco años, que ofrecen un balance entre costes y riesgo muy atractivo en el actual contexto de bajos tipos de interés reales, una prima a plazo muy reducida y déficits fiscales crecientes<sup>8</sup>. Por último, en el gráfico 3.6 se muestra cómo durante 2017 los tipos a los que se realizaron las emisiones continuaron incrementándose en todos los plazos, siendo más intenso el aumento en el corto plazo que en las colocaciones a un período más dilatado.

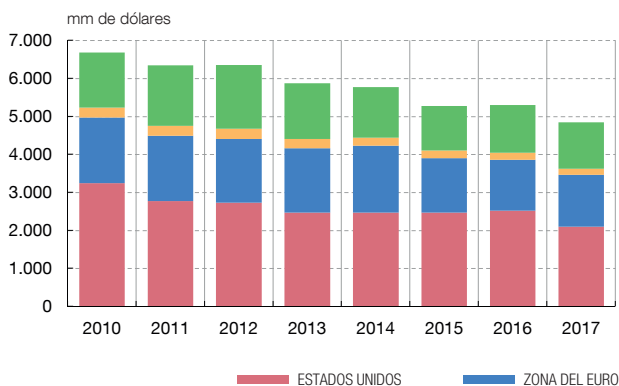
5 <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/sm0142.aspx>.

6 [https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/current\\_TBACReportPressRelease.aspx](https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/current_TBACReportPressRelease.aspx).

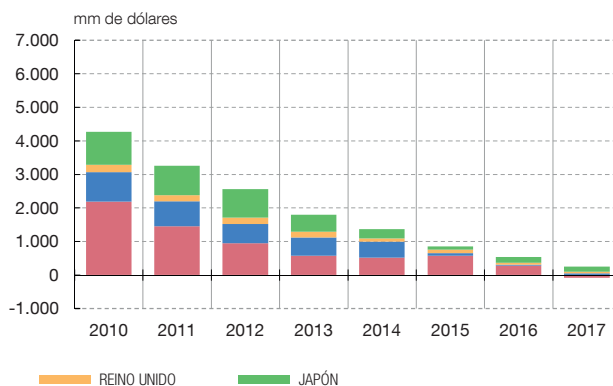
7 Las emisiones de *Treasury bills* no se encuentran incluidas en los gráficos, ya que se trata de títulos con un plazo inferior al año.

8 El 31 de enero, el Tesoro estadounidense anunció el aumento en 2 mm de dólares mensuales para cada una de las subastas de deuda con vencimientos a dos y tres años; y el aumento en 1 mm de dólares mensuales para el total de las subastas de deuda a largo plazo (vencimientos a cinco, siete, diez y treinta años).

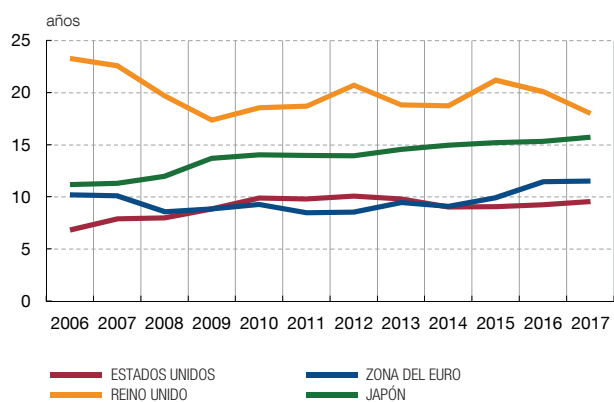
1 EMISIÓN BRUTA DEL SECTOR PÚBLICO



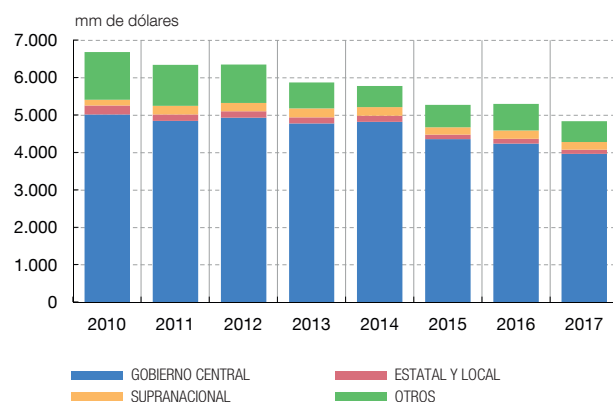
2 EMISIÓN NETA DEL SECTOR PÚBLICO



3 VENCIMIENTO MEDIO DE EMISIONES DEL GOBIERNO CENTRAL



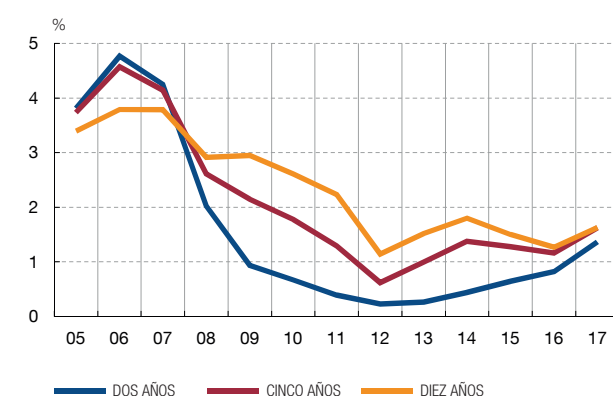
4 EMISIÓN BRUTA DE BONOS DEL SECTOR PÚBLICO POR TIPO DE EMISOR



5 ESTADOS UNIDOS: DÉFICIT PÚBLICO



6 ESTADOS UNIDOS: CUPÓN MEDIO PONDERADO DE LAS EMISIONES DEL GOBIERNO CENTRAL



FUENTES: Dealogic y Fondo Monetario Internacional (WEO).

a Datos excluyendo las titulaciones y los instrumentos de deuda a corto plazo.

En 2017, el vencimiento medio de las emisiones se incrementó en Japón y en Estados Unidos —país en el que la deuda pública continúa teniendo el menor vencimiento medio entre las principales economías—, mientras que se mantuvo en la zona del euro y se redujo de modo significativo en el Reino Unido (gráfico 3.3). En Estados Unidos, el Tesoro ha valorado la posibilidad de emitir deuda con vencimientos mayores a los treinta años,



como ya vienen haciendo otros países, como Bélgica, Irlanda o Austria<sup>9</sup>. Esta posibilidad, mencionada por el secretario del Tesoro, estaría destinada a crear un tipo de activos de alta calidad de muy largo plazo, y solo se abordaría si hubiese suficientes inversores interesados en ello<sup>10</sup>. Los principales demandantes de este tipo de activos son los fondos de pensiones con prestaciones establecidas, que en el caso de Estados Unidos representan el 40 % del total de los planes de pensiones, cifra muy inferior a la de países como Japón o el Reino Unido, con porcentajes del 82 % y del 96 %, respectivamente<sup>11</sup>.

Las emisiones de deuda de las sociedades no financieras (SNF) en los mercados de capitales mantuvieron el dinamismo ya mostrado durante 2016, estableciendo un nuevo récord de colocaciones al beneficiarse de un entorno favorable en los mercados financieros (gráfico 4.1). A lo largo del año se observaron ciertas diferencias por áreas y trimestres, condicionadas por la incertidumbre generada en torno a las políticas económicas de la administración Trump, las decisiones de política monetaria en las principales áreas y algunos episodios de mayor volatilidad en los mercados, que afectaron a las emisiones de modo puntual.

El mayor crecimiento de las emisiones se produjo en el primer trimestre, impulsado por el avance en Estados Unidos y en Japón. En Estados Unidos, las expectativas sobre unas condiciones de financiación más duras debido al endurecimiento de la política monetaria y el impacto positivo en el crecimiento de las políticas anunciadas por la administración Trump parece que impulsaron las emisiones en ese trimestre, mientras que el dinamismo se moderó posteriormente, al hacerse patentes el contenido incierto y las dificultades para la implementación de esas políticas.

En concreto, la incertidumbre sobre el alcance final y la entrada en vigor de la reforma fiscal, que no se aprobó hasta diciembre, pudieron llevar a retrasar o posponer las decisiones de emisión en algunas empresas. Además, el texto finalmente aprobado podría hacer menos atractivas las emisiones para las sociedades: por un lado, la reforma fiscal reduce el tipo al que se grava la repatriación de beneficios, de modo que las empresas podrían aprovechar esta rebaja para disponer de los fondos acumulados en el exterior, en lugar de acudir a los mercados de capitales; por otro lado, se ponen límites a las deducciones fiscales por el pago de intereses de la deuda, lo que reduce el incentivo para usar esta vía de financiación.

Por su parte, la política de progresiva normalización monetaria de la Reserva Federal no parece que afectara de modo significativo a las condiciones de financiación de las sociedades, que continuaron siendo laxas. Los costes de financiación tendieron ligeramente a la baja y solo repuntaron a principios de 2018 (gráfico 4.7). Tampoco se han producido aumentos significativos en la volatilidad durante el proceso de normalización, por lo que, en conjunto, la repercusión de la política monetaria de la Reserva Federal en las emisiones corporativas parece que fue limitada en 2017.

Entre las principales áreas desarrolladas, Japón y el Reino Unido fueron las que experimentaron un mayor crecimiento en las emisiones de SNF en 2017. En Japón, el mayor avance se produjo en el primer trimestre, período caracterizado por la intervención del Banco de Japón para mantener los tipos a diez años en torno al 0 %, en un contexto de subidas generalizadas en otras áreas. El tono de la política monetaria continuó siendo

<sup>9</sup> El Tesoro austríaco emitió en septiembre su primer bono a cien años, colocando cerca de 11.000 millones de euros con un rendimiento del 2,1 %.

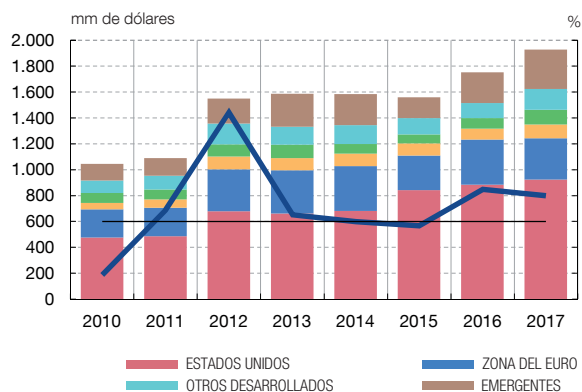
<sup>10</sup> <https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-06-26/treasury-s-ultra-long-bonds-have-no-natural-demand>.

<sup>11</sup> Véase el informe «Global Pension Asset Study», publicado por Willis Waters Watson en <https://www.willistowerswatson.com/en/insights/2017/01/global-pensions-asset-study-2017>.

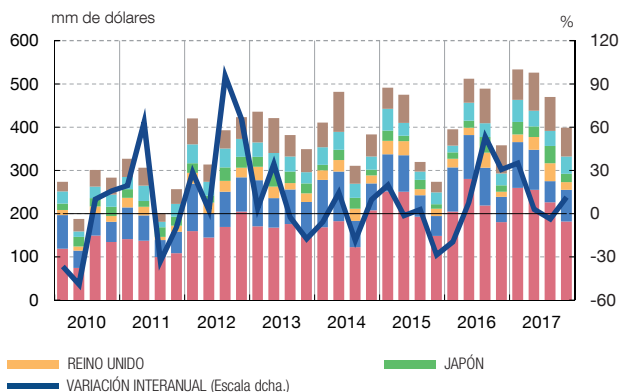
EMISIONES BRUTAS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 4

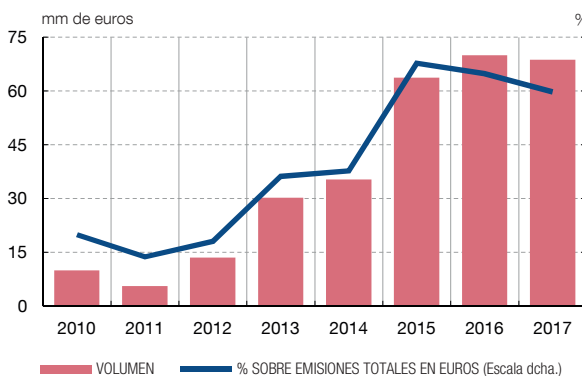
1 EMISIÓN ANUAL POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



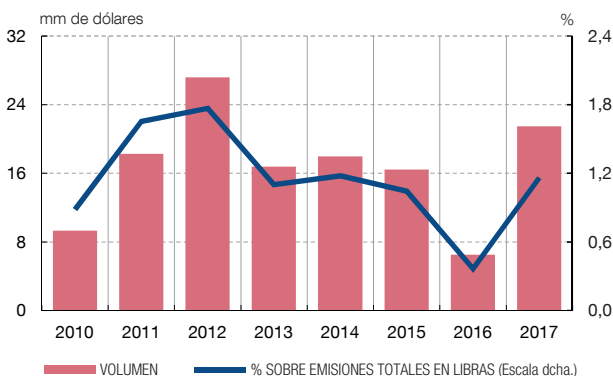
2 EMISIÓN TRIMESTRAL POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



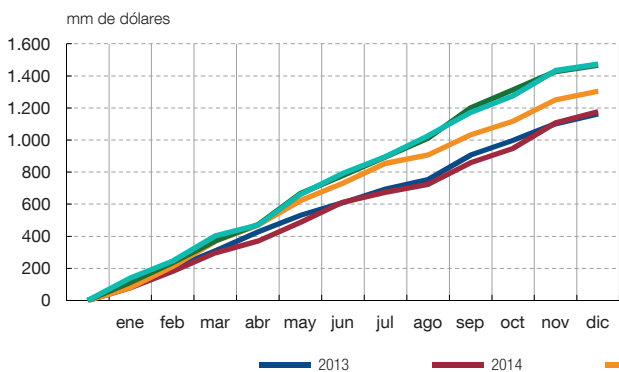
3 EMISIÓN EN EUROS EN ESTADOS UNIDOS



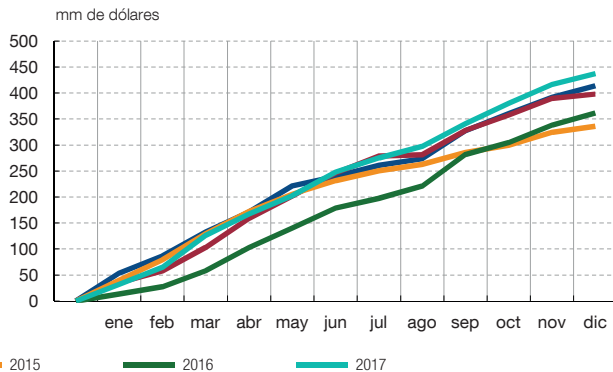
4 EMISIÓN EN LIBRAS FUERA DEL REINO UNIDO



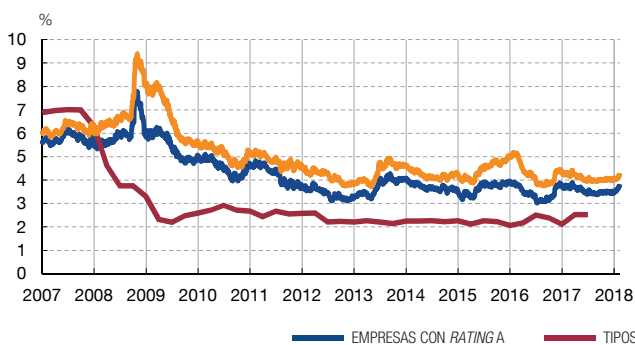
5 EMISIÓN MUNDIAL DE BONOS DE GRADO DE INVERSIÓN



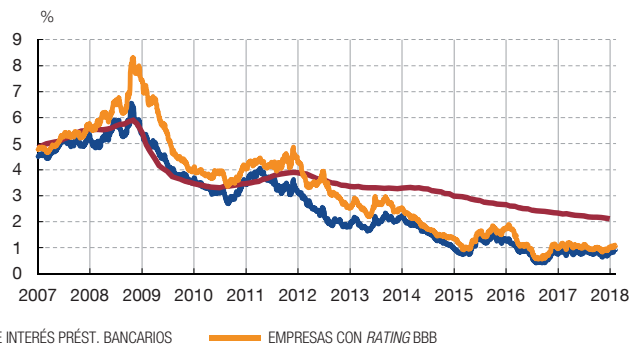
6 EMISIÓN MUNDIAL DE BONOS DE ALTO RENDIMIENTO



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, Banco Central Europeo y JP Morgan.

a Datos excluyendo las titulaciones y los instrumentos de deuda a corto plazo.

laxo, con el tipo de referencia en el  $-0,1\%$  y las compras de activos alrededor de 80 billones de yenes al año, alentando la búsqueda de rentabilidades que favorece a los segmentos como el corporativo.

Por su parte, las emisiones de las SNF del Reino Unido aumentaron de modo notable, sin verse afectadas por el proceso del *brexit* o por los resultados de las elecciones generales de junio, poco favorables para el Gobierno. De hecho, el volumen de emisiones en libras fuera del Reino Unido se recuperó, tras marcar niveles históricamente bajos en 2016 (gráfico 4.4). Esta evolución positiva no se vio condicionada por el final del programa de compras de bonos corporativos del Banco de Inglaterra, a finales de abril<sup>12</sup>, mientras que los costes de financiación se mantuvieron estables a lo largo del año<sup>13</sup>.

La zona del euro fue la excepción a la tendencia general, ya que las emisiones corporativas no financieras experimentaron un cierto retroceso, aunque en niveles elevados. El volumen emitido pudo verse condicionado por las expectativas sobre un tono menos acomodaticio de la política monetaria. Este cambio también pudo afectar a las emisiones en euros de empresas de fuera del área del euro, anticipándose a unas condiciones de financiación menos atractivas en el futuro: por ejemplo, las emisiones de empresas de Estados Unidos en euros disminuyeron tras el máximo alcanzado en 2016 (gráfico 4.3). Por otro lado, acontecimientos puntuales, como la escalada en el conflicto entre Estados Unidos y Corea del Norte, provocaron en los mercados episodios de tensión que pudieron condicionar las emisiones, en especial en la segunda mitad del año. Los costes de financiación se mantuvieron relativamente constantes en esta área (gráfico 4.8).

Por último, cabe destacar el comportamiento de las emisiones de alto rendimiento, que registraron un nivel récord durante el año y se recuperaron, tras un 2016 en el que las turbulencias en los mercados financieros afectaron negativamente a los sectores de mayor riesgo. Las emisiones de grado de inversión también registraron niveles récord, aumentando levemente respecto al año anterior, que ya había sido muy positivo para ese segmento. Otro mercado que destacó por su dinamismo fue el de bonos verdes (véase recuadro 2), que, a pesar de representar todavía una cuota de mercado reducida, registró un nuevo máximo histórico de colocaciones, con ritmos de emisión muy elevados, concentrados principalmente en emisiones de SNF.

#### MERCADOS DE FINANCIACIÓN BANCARIA EN PAÍSES DESARROLLADOS

El volumen de las emisiones realizadas por el sector bancario en 2017 registró descensos interanuales en todos los trimestres del año y en todas las áreas analizadas (gráfico 5.1). El descenso se produjo en un contexto de buenas condiciones de financiación (gráfico 5.6) y reducidas tensiones en los mercados, y se concentró fundamentalmente en dos segmentos: el de las emisiones de los bancos del Reino Unido ( $-19\%$ ) y las de los Federal Home Loan Banks<sup>14</sup>, en Estados Unidos ( $-13\%$ ).

En la zona del euro, las emisiones bancarias se redujeron ligeramente con respecto a 2016, en un contexto de mayor optimismo sobre la situación de las entidades bancarias, sustentado en los buenos datos de actividad de la región (gráfico 5.3). Esta evolución parece responder en parte a la tendencia estructural de desapalancamiento de las entidades,

<sup>12</sup> <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/apf/corporatebondpurchases/default.aspx>.

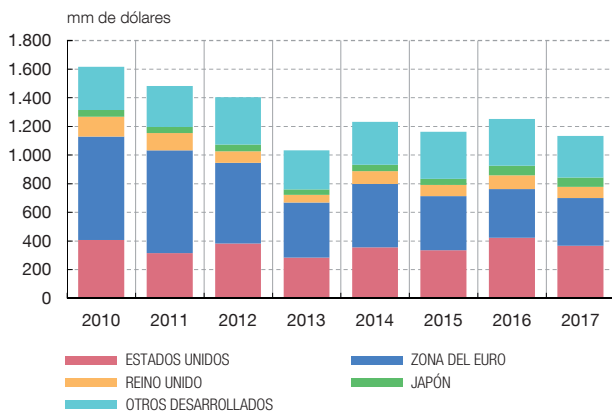
<sup>13</sup> Los costes de financiación en libras para las empresas no financieras se han situado alrededor del  $2,6\%$  a lo largo del 2017, aunque en 2018 están repuntando con un nivel del  $2,8\%$  el 8 de febrero.

<sup>14</sup> Los Federal Home Loan Banks (FHLB) son un sistema de bancos cooperativos regionales, garantizado por el Gobierno estadounidense. Tiene como misión proveer de liquidez a sus miembros —entidades financieras—, para estimular el préstamo, especialmente el hipotecario y el de carácter local.

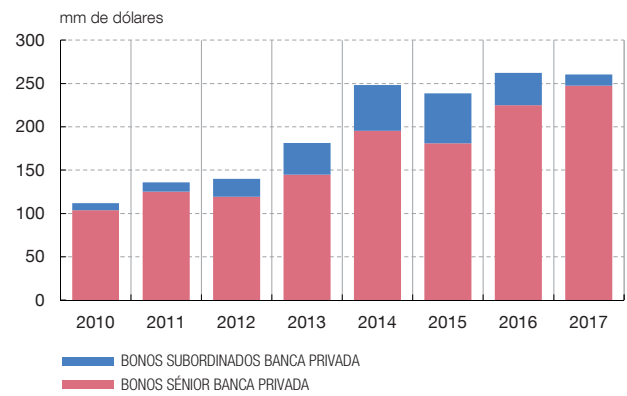
# EMISIONES BRUTAS DE BONOS DE BANCOS (a)

GRÁFICO 5

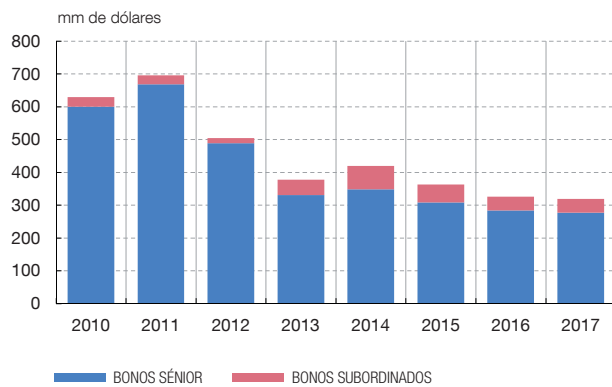
1 POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



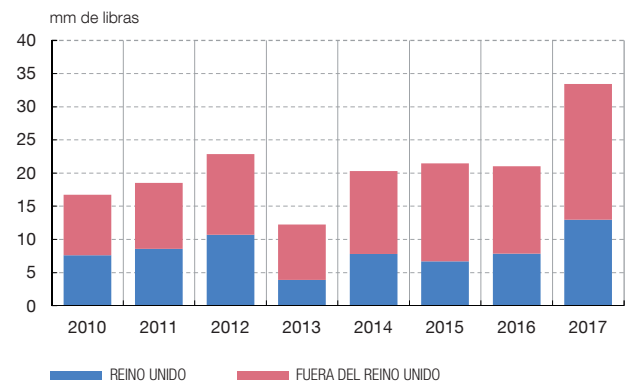
2 ESTADOS UNIDOS: POR TIPO DE EMISIÓN



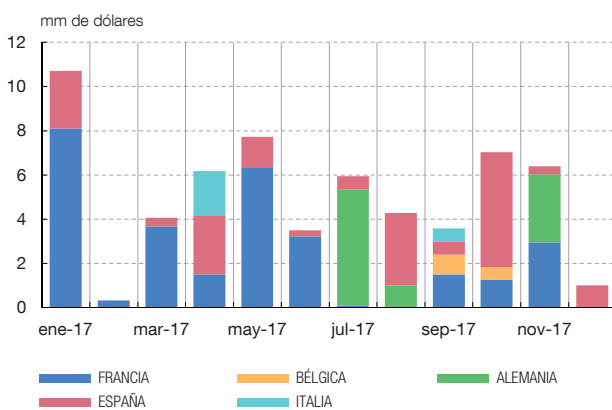
3 ZONA DEL EURO: POR TIPO DE EMISIÓN



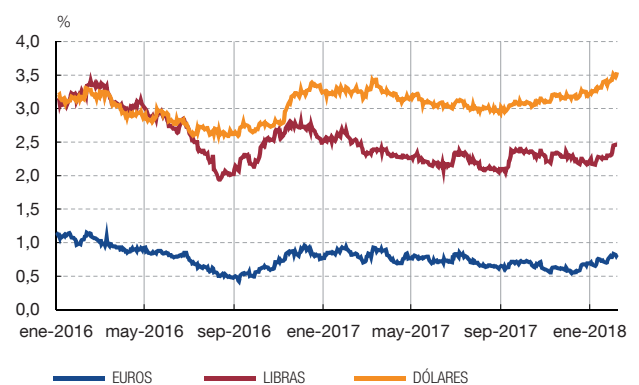
4 EMISIONES BANCARIAS EN LIBRAS ESTERLINAS (b)



5 EMISIONES SÉNIOR NON PREFERRED (a)



6 RENTABILIDADES IBOXX BONOS SÉNIOR



FUENTE: Dealogic.

- a Datos excluyendo las titulaciones y los instrumentos de deuda a corto plazo.
- b Excluye deuda a corto plazo, titulaciones, deuda garantizada por el Gobierno y emisiones retenidas.

pero también al aumento de la participación en la subasta del TLTRO II del BCE de marzo, que redujo las necesidades de emisión en aquellos segmentos que no eran estrictamente necesarios para cubrir los requisitos regulatorios de capital y de resolución. En este sentido, el ritmo de emisiones de «deuda sénior no preferente» (SNP) mostró especial fortaleza en 2017, sobre todo en el caso de entidades sistémicas de aquellos países en los que ya existe una legislación específica sobre estos instrumentos (Francia, Bélgica, España e Italia)<sup>15</sup> (gráfico 5.5). También aumentaron las emisiones de CoCos (AT1)<sup>16</sup>, sujetos a menor incertidumbre al no haberse visto muy afectados, en conjunto, por las pérdidas aparecidas en el marco de algunos procesos de resolución<sup>17</sup>. Finalmente, las emisiones de bonos verdes y sostenibles continuaron aumentando en 2017 (5 mm de dólares), apoyados en la mayor intensidad del debate en torno a estos activos y la creciente preocupación por parte de los inversores por la exposición al riesgo del carbón en sus carteras.

Las emisiones de deuda garantizada (*covered bonds*) en la zona del euro subieron ligeramente (+2 %), aunque los volúmenes netos siguieron siendo negativos. Este mercado siguió estando muy influido por las compras del BCE, a través del Covered Bond Purchase Programme (CBPP3), y por las necesidades de emisión de bonos para cubrir requisitos regulatorios. La elevada demanda de estos instrumentos quedó patente con la vuelta al mercado, después de muchos años, de los bancos griegos (como Piraeus Bank y National Bank of Greece). Por su parte, las emisiones de deuda garantizada fuera de la zona del euro se redujeron un 12 % con respecto a 2016, aunque cabe esperar que la deuda garantizada no europea se beneficie de la nueva reforma de Basilea III, que reduce la ponderación por riesgo de las exposiciones a deuda garantizada, a partir de 2022 (la deuda de mejor calidad pasaría a tener una ponderación del 20 % a una del 10 %, por ejemplo). A escala europea, se espera una propuesta para la armonización de la definición de deuda garantizada por parte de la Comisión Europea en el primer trimestre de 2018.

La caída de las emisiones brutas en el Reino Unido en 2017—después de un 2016 con elevada actividad en este mercado— resulta llamativa, dado el atractivo de la libra como moneda de emisión (aumentaron las emisiones bancarias en libras esterlinas hasta los 33,4 mm de libras, máximos desde 2009)<sup>18</sup> y la estabilidad en los costes de financiación (gráfico 5.6), a los que por el momento no afectó la puesta en marcha de las negociaciones del Reino Unido para salir de la UE. Igual que en la zona del euro, la caída de emisiones pudo deberse a una cierta sustitución de financiación de mercado por la del banco central (a través del *Term Funding Scheme* del Banco de Inglaterra). Además, al tener sus objetivos regulatorios

15 Esta nueva clase de deuda sénior absorbería pérdidas en caso de resolución de la entidad antes que la «deuda sénior preferente». La «subordinación contractual» ha sido la opción elegida en la UE para cumplir con el MREL y el TLAC, tras la comunicación de la Comisión Europea a finales de 2016 y la enmienda a la directiva de resolución europea aprobada a finales de 2017. Esto contrasta con el enfoque alemán existente hasta ahora (subordinación estatutaria) o con el del Reino Unido, Estados Unidos y Suiza (subordinación estructural). La solución contractual ya ha sido adoptada en algunos países, como Francia, España, Bélgica e Italia. A pesar de las altas emisiones de SNP, la deuda sénior se redujo un 5 % en la zona del euro con respecto a 2016. Las emisiones de SNP se concentraron en los bancos más grandes, debido a que los requisitos del TLAC, definidos desde finales de 2015, entrarán en vigor entre 2019 y 2022. En cambio, los bancos europeos, incluidos los de menor tamaño, aún aguardan información más concreta sobre sus objetivos de MREL en 2018.

16 Los *Contingent Convertible Bonds* (CoCo) fueron el epicentro de las turbulencias registradas a principios de 2016 a raíz de las dudas en torno a la normativa y la capacidad de pago de sus cupones por parte de algunas entidades bancarias.

17 En la liquidación de Banca Veneto y de Banca Popolare de Vicenza y en la resolución del Banco Popular, la deuda subordinada sufrió pérdidas, a diferencia de la deuda sénior. A esto hay que añadir las pérdidas parciales de los inversores en AT1 en Monte dei Paschi y la cancelación del pago de un cupón de AT1, en junio, de Bremer Landesbank.

18 Aumentaron las emisiones en libras tanto de bancos extranjeros como de bancos ingleses. El motivo puede ser el atractivo de una amplia base inversora y de unos menores costes de financiación vía *swaps* de moneda.

definidos desde hace tiempo, los bancos ingleses no tuvieron el impulso de emisión en 2017 que sí tuvieron sus homólogos europeos. Las emisiones se redujeron en todas las categorías de deuda, excepto en la de deuda garantizada, que se incrementó con respecto a 2016, en paralelo con la vuelta al mercado de algunos emisores, como Barclays y RBS.

Los bancos privados estadounidenses aprovecharon la estabilidad en los costes de emisión para lanzar un volumen de colocaciones parecido al de 2016 (gráfico 5.2), destacando el crecimiento en la deuda sénior (+10 %), particularmente de la elegible para el cumplimiento del TLAC<sup>19</sup>, que contrastó con la caída en la colocación de deuda subordinada (-66 %). Los buenos resultados del Comprehensive Capital Analysis and Review (CCAR) y las pruebas de resistencia generaron optimismo en torno a los bancos de Estados Unidos, a lo que se han sumado el efecto de la reforma fiscal, el avance en la normalización de la política monetaria y un nuevo tono en la regulación y supervisión bancarias por parte del Gobierno americano.

#### MERCADOS EMERGENTES

El año 2017 continuó siendo propicio para las emisiones de los países emergentes, de modo que se alcanzó un nuevo máximo histórico (625 mm de dólares, un 28 % por encima del máximo anterior, registrado en 2016) (gráfico 6.1).

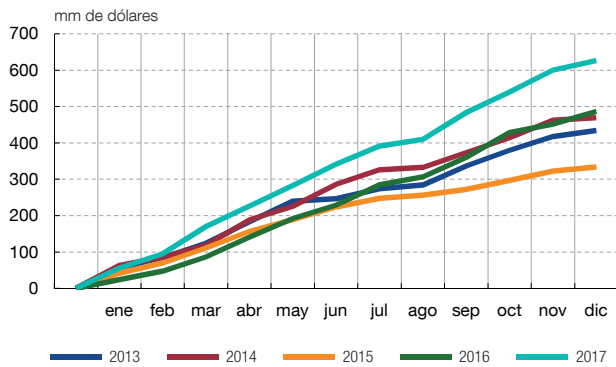
Además de los factores globales ya comentados, el contexto de recuperación fue especialmente favorable para las emisiones de estas economías, en especial para las vinculadas a las materias primas y, sobre todo, con el sector del petróleo. Sin embargo, los factores de riesgo idiosincrásico, incluso los relativos a los grandes mercados (como Brasil, Turquía o Argentina), no afectaron de manera perceptible ni al volumen de colocaciones ni a las condiciones de las emisiones, que continuaron siendo muy favorables. El tipo de interés medio en el momento de la emisión aumentó en apenas 35 puntos básicos (pb) para los soberanos, en 12 pb para las empresas con grado de inversión, y disminuyó en casi 40 pb para los corporativos de alto rendimiento (gráfico 6.6), al tiempo que el vencimiento medio crecía en más de un año para las colocaciones soberanas, y entre cuatro y cinco meses para las corporativas de alto riesgo y con grado de inversión, respectivamente. Además, se amplió el abanico de empresas y soberanos que accedieron al mercado, registrándose 628 emisores distintos en 2017, frente a los 451 de 2016.

Por regiones, el mayor aumento de las colocaciones se registró en Asia, seguido de Europa del Este, mientras que las emisiones de América Latina disminuyeron ligeramente, al estar sesgado el dato de 2016 por el retorno de Argentina al mercado en abril de 2016 (gráfico 6.2). Por tipo de emisor, destacó el aumento de las emisiones del sector financiero —lideradas por los bancos asiáticos (en concreto, de China y Hong Kong)— y de otras empresas, en especial de las inmobiliarias chinas, que coparon un 20 % del total de colocaciones del país (y el 19 % en Hong Kong) (gráfico 6.3). La motivación de estos emisores podría ser circunvenir las regulaciones sobre el apalancamiento y el crédito puestas en marcha por las autoridades del país a lo largo de 2017. Este mayor recurso a la financiación internacional por parte de las empresas chinas hizo que se modificara el habitual mayor recurso a los mercados locales de las empresas de dicho país. Así, la proporción de emisiones en el mercado local respecto al total de emisiones empresariales bajó al 72 % en 2017 (88 % en 2016), tendencia especialmente acusada en el sector inmobiliario (56 % el año pasado, frente al 91 % en 2016).

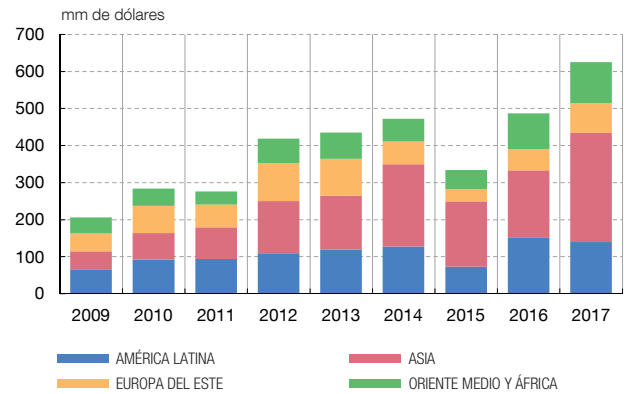
<sup>19</sup> La Fed finalizó la normativa TLAC para Estados Unidos a finales de 2016. Estos datos están sujetos a una cierta discrecionalidad, dada la dificultad para identificar la deuda emitida desde un *holding* para cumplir con esta normativa.



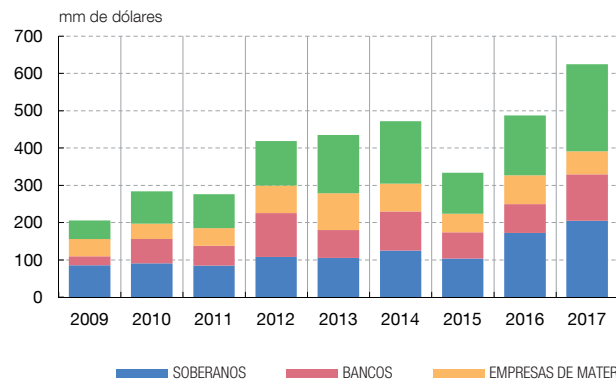
1 DATOS ACUMULADOS DESDE COMIENZOS DE AÑO



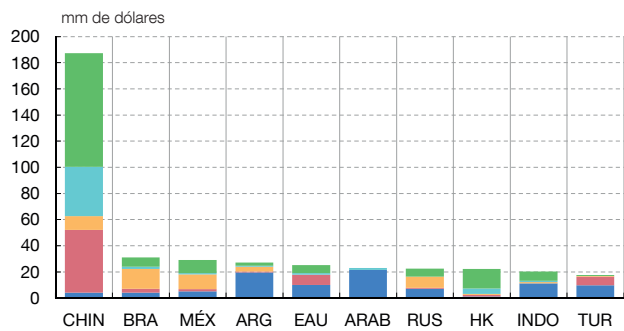
2 POR REGIONES



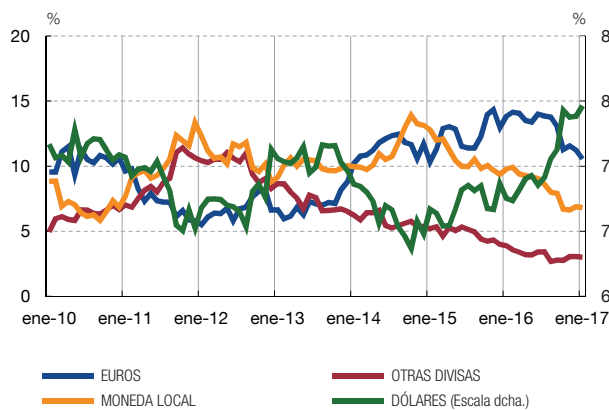
3 POR TIPO DE EMISOR



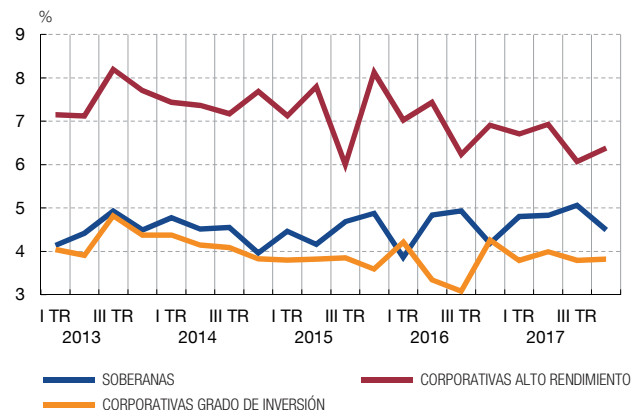
4 POR PAÍSES: MAYORES EMISORES EN 2017



5 MONEDA DE EMISIÓN (% TOTAL)



6 TIPOS DE INTERÉS EN EL MOMENTO DE LA EMISIÓN (a)



FUENTE: Dealogic.

a Excluidas las emisiones soberanas.

Las emisiones soberanas aumentaron un 19 % en 2017, debido en buena medida a las de los países exportadores de petróleo de Oriente Medio. Así, las colocaciones de Arabia Saudita, Bahréin, Omán, Emiratos Árabes Unidos y Kuwait totalizaron una cuarta parte del total de las emisiones soberanas de los países emergentes. Argentina pudo mantener un elevado ritmo de colocaciones a pesar de las dificultades para cumplir con los objetivos de inflación y déficit público. El buen comportamiento de las emisiones se manifestó

también en la vuelta al mercado de países con un grado de riesgo elevado, bien por razones geoestratégicas y de empeoramiento de los indicadores económicos (como Turquía, que emitió más de 9,5 mm en soberanos), bien por un deterioro del clima institucional, que se concretó en recortes de las perspectivas y del *rating* soberano (como Brasil, que emitió 4 mm de soberanos y 8 mm de la petrolera estatal). Igualmente, se registraron emisiones de países con baja calificación soberana: en 2017, las emisiones soberanas con calificación inferior al grado de inversión fueron casi la mitad del total, frente al 32 % de 2016. Además, la demanda de colocaciones superó con creces a la oferta, no solo para los países de calificación elevada (caso de las emisiones de Arabia Saudita), sino también para aquellos con mayor riesgo (como Argentina, Irak o Bahrein).

El mayor apetito por la rentabilidad se reflejó asimismo en el fuerte incremento de las emisiones empresariales de alto rendimiento (102 %), frente al ascenso más modesto de las que gozan de grado de inversión (15 %). El *rating* medio de las emisiones se mantuvo en el nivel alcanzado en 2016, BBB. Las colocaciones en moneda extranjera volvieron a aumentar, siendo las emisiones en dólares las más significativas (el 83 % del mercado) (gráfico 6.5). En 2017, el proceso de internacionalización de la moneda china pareció ralentizarse, a pesar de que varios bancos centrales anunciaron su intención de aumentar la proporción de sus reservas denominadas en yuanes. Así, las emisiones de empresas y soberanos chinos en los mercados internacionales en su propia moneda representaron tan solo un 1,7 % del total de emisiones del país (6,7 % en 2016), mientras que las emisiones de otros emergentes en yuanes se redujeron del 0,4 % al 0,1 % del total.

Las tendencias descritas se han mantenido al comienzo de 2018, debido, en parte, a los elevados vencimientos previstos para el presente año, y a que la proporción de la cartera de los inversores en emergentes aún se situaba a finales de 2017 por debajo de máximos. Siguen destacando las colocaciones soberanas, en especial de los países de Oriente Medio y América Latina (28 % del total), así como las de las inmobiliarias chinas.

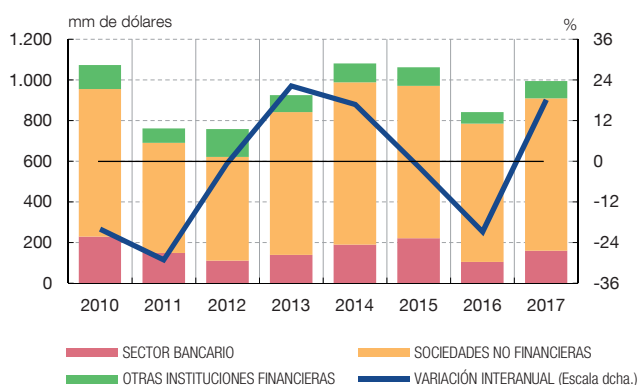
## Otros mercados

### RENTA VARIABLE

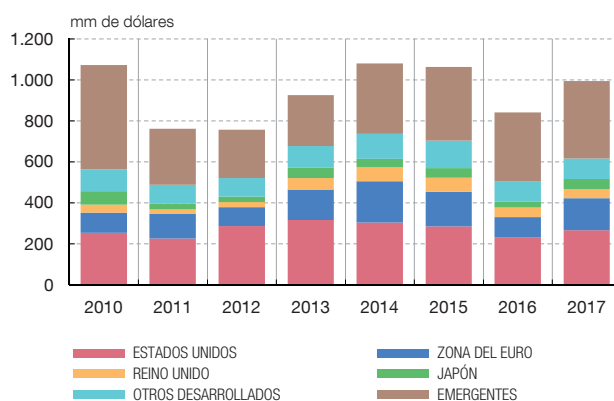
Las emisiones de renta variable se vieron influidas positivamente por el sólido crecimiento económico a escala mundial, por el entorno de bajos tipos de interés y por el buen comportamiento de los principales índices bursátiles y los reducidos niveles de volatilidad. En este contexto, se produjo una recuperación de la actividad en los mercados primarios de acciones, tras la fuerte caída de 2016. Los títulos emitidos ascendieron casi un 18 %, en términos interanuales (gráficos 7.1 y 7.2), destacando el crecimiento en el último trimestre del año (gráfico 7.3). La mejoría fue generalizada por sectores y regiones, especialmente en la zona del euro y en el sector bancario, con el Reino Unido como excepción. El incremento fue común a todas las clases de acciones examinadas, si bien la recuperación de las ofertas públicas de acciones (IPO, por sus siglas en inglés), que es habitualmente el sector más sensible a la volatilidad e incertidumbre, fue especialmente intensa.

Por regiones, cabe destacar el incremento de las colocaciones en Japón (+71 %) y en la zona del euro (+57 %). Las emisiones europeas más importantes fueron las *follow-on* (oferta de nuevas acciones de empresas que ya cotizan en bolsa) procedentes del sector bancario, ya fuera para financiar adquisiciones o para mejorar la ratio de capital. Además, algunos bancos rescatados durante la crisis volvieron a cotizar, vía IPO, como el Allied Irish Bank. El mercado de renta variable en el Reino Unido cerró con resultados dispares: por un lado, el volumen de emisiones se redujo un 11 %; por otro, el número de colocaciones fue el más alto desde 2007. Por tanto, aunque la incertidumbre vinculada al futuro *bretaña* y la cancelación de algunas colocaciones en el mercado de Londres pudieron tener un impacto negativo, este fue limitado, en un contexto de ganancias moderadas del FTSE 100 y de bajos niveles de volatilidad.

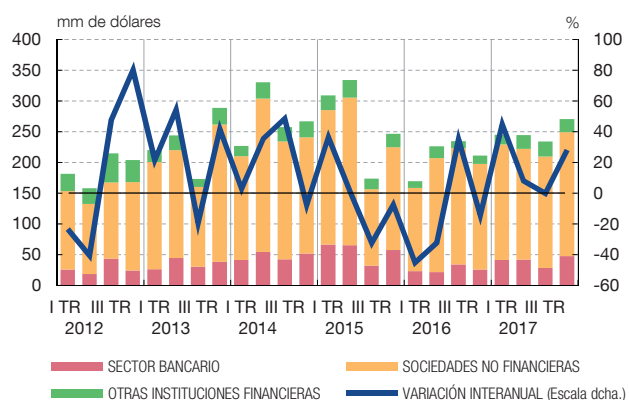
1 EMISIÓN POR SECTOR EMISOR. DATOS ANUALES



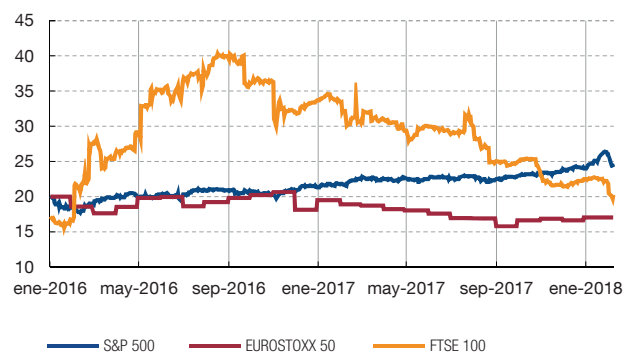
2 EMISIÓN POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



3 EMISIÓN POR SECTOR EMISOR. DATOS TRIMESTRALES



4 EVOLUCIÓN POR BOLSAS



FUENTES: Dealogic y Datastream.

En Estados Unidos, las emisiones se incrementaron gracias a las IPO, cuyo volumen se duplicó en 2017 con respecto a 2016 (42 mm de dólares). Por sectores, destacó el impulso del sector tecnológico (Snap supuso el mayor IPO tecnológico desde Facebook en 2012) y del sector financiero, y, en concreto, de las llamadas *Special Purpose Acquisition Vehicles*<sup>20</sup>, cuyas emisiones batieron un récord histórico. En este contexto, la relación precio-dividendo continuó aumentando en las bolsas americanas, situándose en niveles claramente por encima de la media histórica<sup>21</sup> y despertando dudas sobre la sostenibilidad de la tendencia al alza de las cotizaciones en 2018 (gráfico 7.4) (véase recuadro 1). Las colocaciones en emergentes aumentaron a pesar de la reducción del volumen de emisiones en China, que siguió siendo el principal emisor. También destacó el aumento de las emisiones en la India y en Brasil, lideradas por la IPO de Petrobras Distribuidora, SA.

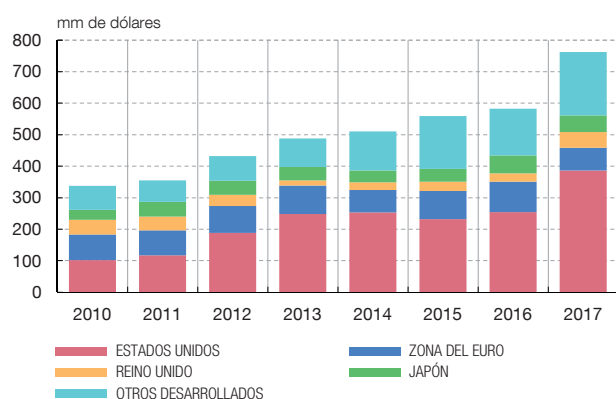
TITULIZACIONES Y PRODUCTOS ESTRUCTURADOS

La emisión de titulizaciones repuntó fuertemente en 2017, en línea con lo observado en los segmentos de mayor riesgo, hasta alcanzar los 762 mm de dólares, un crecimiento del

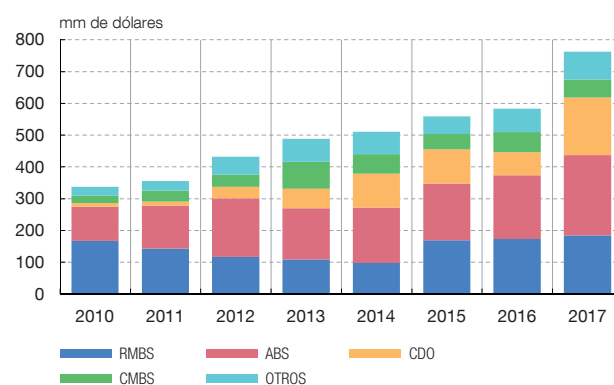
20 Se trata de compañías que recaudan fondos para la adquisición de otras compañías en un determinado período. Se consideran inversiones arriesgadas. Sus emisiones mundiales en 2017 superaron el pico registrado en 2007.

21 Así por ejemplo, esta ratio alcanzó para el índice S&P 500 un nivel de 23,2 el 26 de enero de 2018, para después caer hasta el 21,1 el 9 de febrero, debido al episodio de turbulencias en los mercados financieros. Estos niveles aún están por encima de la media histórica en los últimos diez años, que se sitúa en 17,3.

1 POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



2 POR TIPO DE COLATERAL



FUENTE: Dealogic.

33 % respecto a 2016, y la tasa más elevada desde 2005 (gráficos 8.1 y 8.2). A modo de comparación, el crecimiento medio en los tres años previos (2014-2016) fue de tan solo el 6 %. No obstante, en una perspectiva más amplia, las emisiones de 2017 representaron tan solo un 30 % del total de titulizaciones de 2006, su máximo histórico. El mayor incremento se observó en el primer trimestre del año (51 % interanual), impulsado por los productos de mayor riesgo dentro de esta categoría, las CDO (*Collateralized Debt Obligations*): el volumen de emisiones de CDO superó los 181 mm, la cifra más elevada desde 2007. La emisión de *Asset Backed Securities* (ABS) aumentó un 30 %, mientras que el volumen de obligaciones colateralizadas con garantías comerciales (CMBS) experimentó una caída del 8,6 %. Los activos con colateral hipotecario (RMBS) crecieron un 6,2 %, si bien registraron descensos interanuales en el último semestre del año.

Por países, los crecimientos más significativos se observaron en el Reino Unido y en Estados Unidos, aunque los volúmenes se situaron aún muy lejos de los registrados en 2006 en ambos casos (17 % y 35 %, respectivamente). La mejoría de los fundamentos de los activos que componen las garantías de estas emisiones impulsó este dinamismo. La tasa de impagos de los préstamos al consumo y con tarjetas de crédito descendió en el Reino Unido por debajo del 2 %<sup>22</sup> —tuvo un máximo del 9 % en 2009—, el esfuerzo financiero de los prestatarios de hipotecas se situó cerca de mínimos desde 2007, y la tasa de paro y el número de desempleados disminuyeron hasta nuevos mínimos históricos a lo largo del año. En el caso de Estados Unidos, 2017 fue el séptimo año consecutivo en el que se registró una expansión del empleo y de la renta media de los hogares, el número de parados se situó en un mínimo desde 2001, y el precio de la vivienda aumentó al ritmo más elevado desde 2014. Además, el Departamento del Tesoro publicó un informe, en octubre de 2017, en el que se recomendaba, entre otras medidas, relajar los requisitos actuales de los productos respaldados con garantía, lo que podría dar un impulso adicional al mercado en 2018<sup>23</sup>.

22 En todo caso, en su último *Informe de Estabilidad Financiera* el Banco de Inglaterra apunta alguna cautela sobre la evolución del crédito al consumo, al señalar que los prestamistas estarían atribuyendo buena parte de la caída de la tasa de impagos a una mejoría de la calidad implícita del prestatario y no tanto a las mejores condiciones macroeconómicas, expandiendo de este modo el crédito al consumo, que creció cerca de un 10 % en 2017. Véase <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-stability-report/2017/november-2017.pdf>.

23 Véase «A Financial System That Creates Economic Opportunities - Asset Management and Insurance», US Department of The Treasury, octubre de 2017.

En Japón y en la zona del euro, las titulizaciones disminuyeron en 2017, en el segundo caso como consecuencia de las perspectivas de cambios en las políticas de compras de activos por parte del Banco Central Europeo y de la necesidad de clarificar algunas de las nuevas reglas emitidas por la ESMA sobre este tipo de activos. Por último, en otras áreas se registró un fuerte dinamismo de las titulizaciones, que alcanzaron un volumen próximo a su máximo histórico en 2017. Dentro de este grupo destacó el papel de los emisores chinos, cuyas colocaciones aumentaron un 64 %, hasta copar un 8,9 % del mercado.

## La financiación neta

En este apartado se presenta un análisis de la financiación neta al sector corporativo no financiero en las principales áreas desarrolladas (Estados Unidos, zona del euro y Japón), que incluye no solo las emisiones netas de bonos, sino también el crédito bancario, a diferencia del resto del artículo, donde el foco son las condiciones de colocación y la actividad en los mercados primarios.

La aproximación empleada como medida de la financiación neta incluye las emisiones netas de bonos por parte de las SNF, el crédito bancario al sector corporativo privado no financiero (excluyendo las adquisiciones de valores de renta fija) y la financiación bancaria transfronteriza. Esta medida de financiación neta total tiene una cobertura algo más reducida que la de las Cuentas Financieras, pero permite obtener un indicador comparable entre áreas y disponible con mayor antelación.

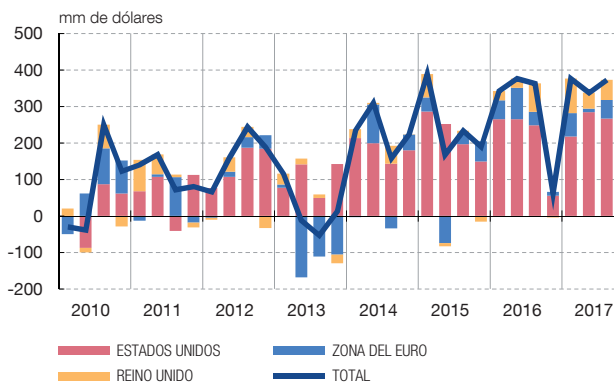
Según los datos disponibles hasta el tercer trimestre de 2017, la financiación neta del sector corporativo no financiero tuvo una evolución positiva durante los tres primeros trimestres del año, recuperándose tras la marcada caída que se registró en el último trimestre de 2016 (gráfico 9.1). El total de los flujos de financiación para las tres áreas analizadas ascendió a 1,086 mm de dólares, repartiéndose de un modo similar entre los tres trimestres analizados. En cuanto al origen de la financiación, siguió predominando la obtenida en los mercados de capitales, aunque se observa una recuperación en la financiación bancaria, que ya casi representa la mitad del total (gráfico 9.2).

Por áreas, la mayor parte de los flujos de financiación se dirigieron a Estados Unidos, país en el que predomina la financiación en los mercados de capitales (gráfico 9.3). La financiación bancaria interna se mantuvo estable, como fuente secundaria de financiación, destacando el crecimiento de la financiación bancaria transfronteriza, que alcanzó una cifra récord de 174 mm de dólares en los tres primeros trimestres del año. La evolución favorable de los flujos de financiación bancaria, sobre todo en el segundo y tercer trimestres, estuvo condicionada por la mejoría en las condiciones del crédito, aunque la demanda tuvo un comportamiento más débil<sup>24</sup>.

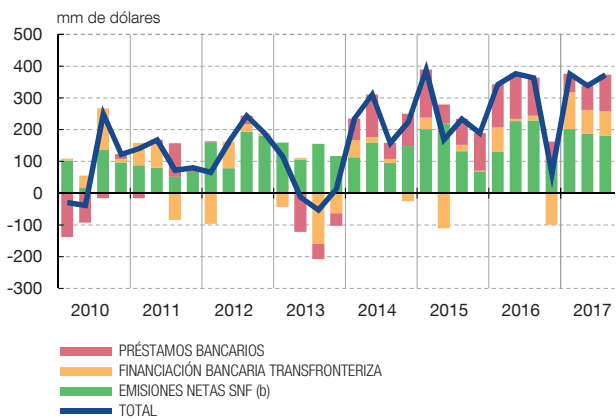
En cuanto a la zona del euro, los volúmenes de financiación neta siguieron siendo positivos durante los tres primeros trimestres de 2017, pero sin marcar una recuperación. Aunque en la zona del euro la financiación corporativa ha dependido tradicionalmente más del sector bancario que la de Estados Unidos, desde 2016 la financiación neta obtenida en los mercados de capitales se ha afianzado como fuente alternativa a la bancaria. Durante el tercer trimestre, sin embargo, el volumen de emisiones netas de bonos fue muy pequeño, en línea con el descenso experimentado por las emisiones brutas, de forma que los flujos de financiación totales fueron positivos gracias a la financiación bancaria interna. Esta fortaleza de la financiación bancaria en el tercer trimestre coincidió con un fuerte

24 *Senior loan officer opinion survey on bank lending practices. Credit standards applied to large and medium firms. Demand by large and medium firms*, Reserva Federal, <https://www.federalreserve.gov/data/sloos/sloos.htm>.

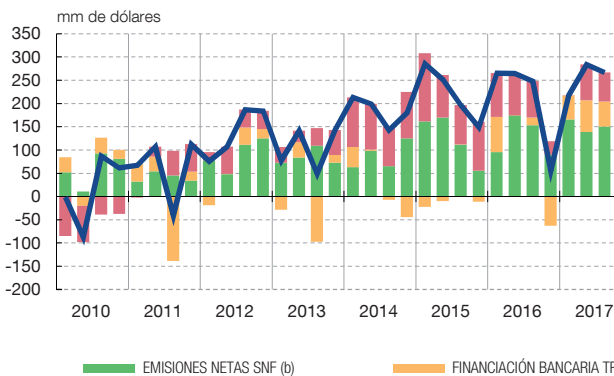
1 FINANCIACIÓN NETA POR REGIONES



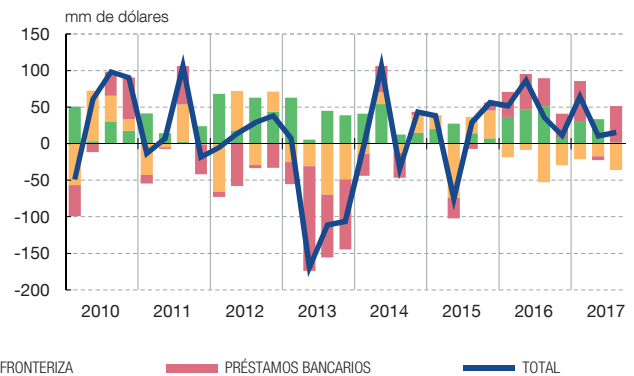
2 FINANCIACIÓN NETA POR COMPONENTES



3 ESTADOS UNIDOS



4 ZONA DEL EURO



FUENTES: Dealogic, Datastream y Banco de Pagos Internacionales.

- a Flujos trimestrales en miles de millones de dólares.  
b Emisiones de sociedades no financieras.

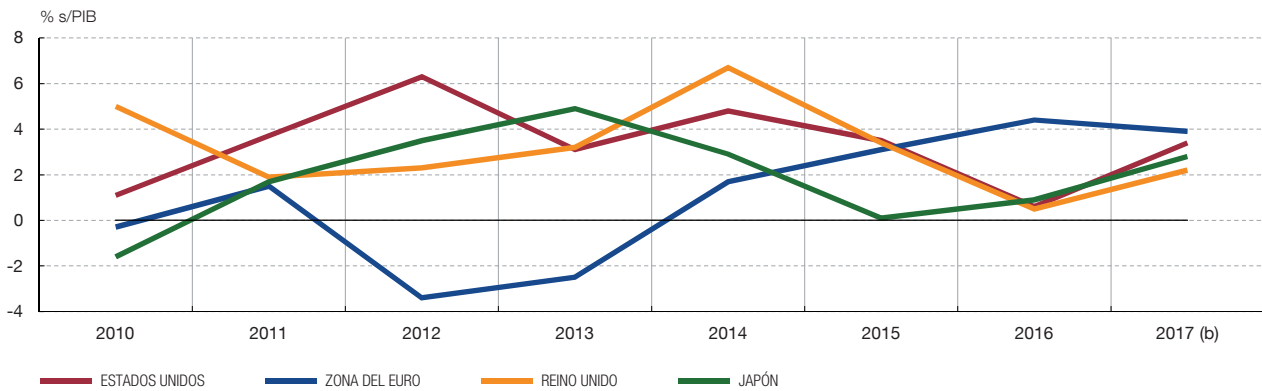
repunte en la demanda de crédito, en un contexto en el que las condiciones para su concesión se relajaron<sup>25</sup>. Al contrario que en Estados Unidos, la financiación bancaria transfronteriza ha lastrado los flujos de financiación hacia la zona del euro, registrando valores negativos desde el primer trimestre de 2016.

En el Reino Unido, los flujos de financiación fueron muy dinámicos en los tres primeros trimestres de 2017, registrando el mayor volumen desde la crisis financiera global, gracias a la financiación bancaria transfronteriza y, en menor medida, a la financiación en los mercados de capitales. El crédito bancario nacional continuó en niveles muy reducidos.

Cabe destacar que la evolución positiva de la financiación neta que se viene observando desde 2014 se ha reflejado en la inversión productiva en 2017, ya que se ha incrementado la formación bruta de capital fijo de un modo notable tanto en el Reino Unido como en Estados Unidos, mientras que ha consolidado su ritmo de crecimiento en la zona del euro (gráfico 10).

25 *The Euro Area bank lending survey. Credit standards applied to large firms. Demand by large firms*, BCE, [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/bank\\_lending\\_survey/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/index.en.html).





FUENTE: Fondo Monetario Internacional (WEO).

- a Formación bruta de capital fijo, en porcentaje sobre el PIB.  
b Previsiones.

## Conclusiones

Durante 2017, los mercados de capitales mantuvieron su dinamismo, favorecidos por el apetito por el riesgo y la búsqueda de rentabilidades, en un contexto de baja volatilidad, de menor incertidumbre política que en 2016 y de recuperación del crecimiento global.

Los principales focos de inestabilidad derivaron de las incertidumbres sobre el contenido y la implementación de las políticas económicas de la administración Trump y de los posibles efectos de la normalización de las políticas monetarias, en el terreno económico, y de los procesos electorales en Europa, las negociaciones sobre el *brexit* y las tensiones entre Estados Unidos y Corea del Norte, en cuanto al contexto político y geoestratégico. Sin embargo, estos acontecimientos afectaron de un modo muy limitado a los mercados de capitales, que, salvo casos puntuales, mantuvieron una evolución positiva a lo largo del año, sobre todo en los segmentos de mayor riesgo. Esta situación se mantiene a comienzos de 2018, aunque los episodios de turbulencias en los mercados financieros, como el que tuvo lugar a principios de febrero, podrían llegar a afectar al volumen de emisiones. Por el momento, el volumen de emisiones ha seguido siendo muy elevado en prácticamente en todos los segmentos.

El ritmo de normalización de las políticas monetarias, condicionado a su vez por la evolución de las expectativas de inflación, podría ser el factor desencadenante de un cambio en los mercados financieros, según se ha comprobado en el reciente período de volatilidad y aversión al riesgo. Por otro lado, los cambios en los procesos de consolidación fiscal de las principales economías podrían afectar a las necesidades de financiación de los gobiernos. En Estados Unidos, los crecientes déficits podrían incrementar las necesidades de financiación del Tesoro, lo que redundaría en unas mayores emisiones por parte del sector público.

En los países emergentes, al tratarse de un segmento de mayor riesgo, las consecuencias de potenciales sorpresas en la senda de normalización en las políticas monetarias pueden ser muy relevantes: el aumento de los tipos de interés en los mercados desarrollados y una mayor volatilidad reducirían el apetito por el riesgo y la búsqueda de rentabilidades por parte de los inversores. Adicionalmente, al sustentar estos emisores una parte importante de sus títulos denominados en dólares, la trayectoria en los mercados cambiarios y un repunte de la incertidumbre en ellos podrían acabar afectando a los costes de cobertura cambiaria y al acceso a los mercados.

13.3.2018.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) (2017). «Green bond Finance and certification», *Quarterly Review*, septiembre.
- CLIMATE BONDS INITIATIVE (CBI) (2017). *Bonds and Climate Change: The state of the market*, septiembre.  
— (2018). *Green Bond Highlights 2017*, enero.
- G20 GREEN FINANCE STUDY GROUP (GFSG G20) (2017). *G20 Green Finance Synthesis Report 2016*, septiembre.
- HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON SUSTAINABLE FINANCE (HLEG) (2017). «Financing a Sustainable European Economy», *Interim Report*, julio.
- ICMA (2017). «The Green Bond Principles 2017», 2 de junio.
- ZERBIB, O. D. (2017). *The Green Bond Premium*, Working Paper, University of Tilburg, octubre.

El período de relativa calma en los mercados financieros que se había registrado durante el año pasado, caracterizado por la baja volatilidad y el apetito por el riesgo, se interrumpió en los primeros días de febrero con una fuerte caída de los índices bursátiles, en un contexto en el que se estaba incrementando progresivamente el ritmo esperado de subidas de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal. Este episodio sirve como ejemplo para ilustrar los efectos que pueden producirse en un contexto de normalización en el tono de la política monetaria que genere dudas entre los inversores sobre su intensidad, y con una configuración de los mercados financieros diferente de la que existía antes de la crisis financiera global, en el que han ganado importancia los inversores de carácter pasivo y ha aumentado la influencia de nuevos operadores, como los que negocian sobre la propia evolución de la volatilidad.

El episodio de febrero arrancó con los buenos datos sobre el empleo y el crecimiento de los salarios en Estados Unidos, conocidos el viernes día 2, y tras el comunicado del FOMC del 31 de enero<sup>1</sup>,

1 <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>.

en el que se valoraba positivamente la evolución de la economía de Estados Unidos. La publicación de los datos reforzó las expectativas de subidas de tipos de interés oficiales<sup>2</sup> de los inversores y este cambio condicionó las caídas de las bolsas americanas ese mismo día 2, si bien el rendimiento de la deuda pública a largo plazo continuó aumentando y la volatilidad se incrementó solo moderadamente (gráficos 1 a 4).

El lunes día 5 se volvieron a registrar caídas, muy pronunciadas, en las bolsas americanas, en torno al 4 % (S&P 500 -4,1 %, Nasdaq -3,8 % y Dow Jones -4,6 %)<sup>3</sup>, y un incremento muy fuerte de la volatilidad (el índice VIX alcanzó el nivel del 37 %,

2 El día 2 de febrero, la probabilidad descontada en los mercados de futuros de tres subidas de tipos de interés por parte de la Fed en 2018 alcanzó el máximo del 64 %, descendiendo al 51 % el día 12.

3 Las caídas de las bolsas se vieron amplificadas debido a diferentes factores, como las ventas automáticas tras traspasar las caídas iniciales ciertos niveles de cotización, o el elevado porcentaje de inversores con estrategias pasivas que tienden a replicar la evolución de índices bursátiles, de manera que se retroalimentan los movimientos de los mercados.

Gráfico 1  
ÍNDICES BURSÁTILES PAÍSES DESARROLLADOS

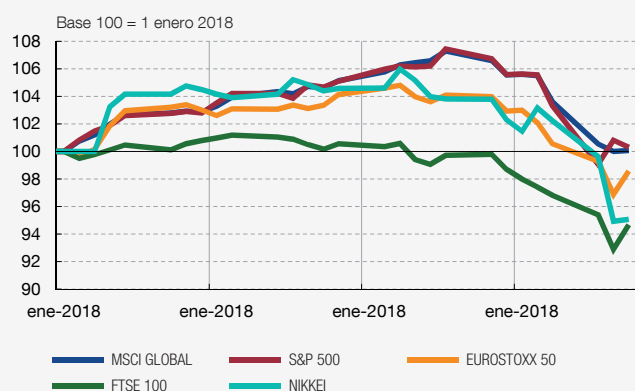


Gráfico 2  
ÍNDICES DE VOLATILIDADES IMPLÍCITAS

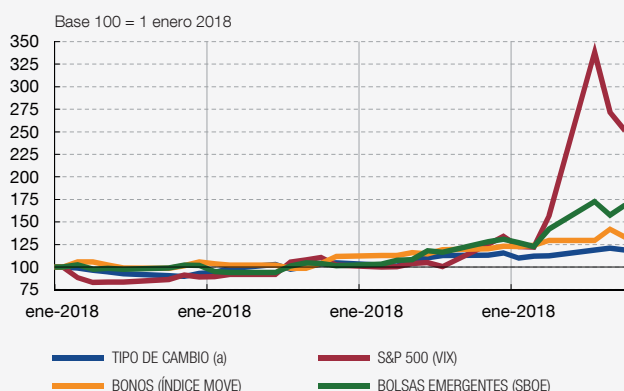


Gráfico 3  
TIPOS DE INTERÉS BONOS A DIEZ AÑOS

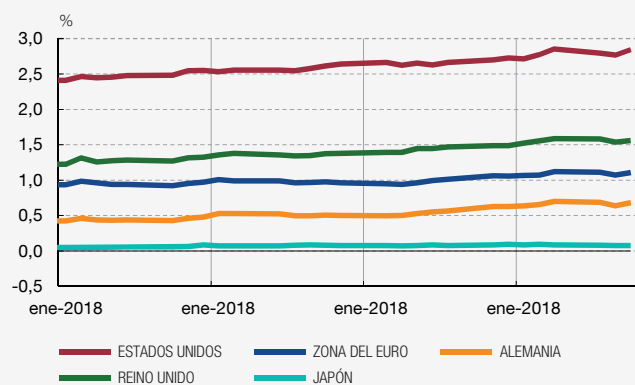
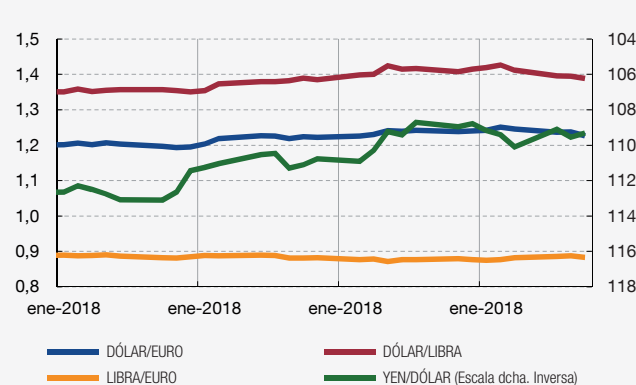


Gráfico 4  
TIPOS DE CAMBIO PAÍSES DESARROLLADOS (b)



FUENTE: Datastream.

a Promedio de las volatilidades a tres meses de dólar/euro, dólar/libra y yen/dólar.  
b Un aumento supone una depreciación del dólar frente al resto de monedas y de la libra frente al euro.

no registrado desde agosto de 2015, durante las turbulencias provocadas por la devaluación del yuan chino). Se generó así un sentimiento de aversión al riesgo y búsqueda de activos refugio que hizo caer la rentabilidad de la deuda pública americana (el rendimiento de los títulos a diez años se redujo en 14 puntos básicos) y provocó un efecto de contagio generalizado en los principales mercados bursátiles internacionales, que también experimentaron fuertes caídas. En los días posteriores se mantuvo la elevada volatilidad, con nuevas caídas en los índices bursátiles, si bien el rendimiento de los tipos a largo plazo se recuperó, alcanzando niveles previos a los del día 5.

El impacto de este episodio en las condiciones financieras ha sido, de momento, limitado, ya que se ha circunscrito a los mercados bursátiles. Los cambios en los fundamentales macroeconómicos y las expectativas aportados por el dato de salarios resultaron ser poco relevantes. No obstante, los cambios estructurales en el modo de operar de los mercados financieros amplificaron notablemente el impacto financiero de la noticia. Un episodio de este tipo, más prolongado en el tiempo y con mayor fundamento, podría acabar afectando a las condiciones de emisión en los mercados primarios, en especial en aquellos segmentos en los que existen más dudas sobre las valoraciones alcanzadas.

El acuerdo de París alcanzado en el COP21<sup>1</sup> tiene como objetivo limitar el crecimiento de la temperatura mundial al rango de 1,5-2 grados, con respecto a la era preindustrial, y lograr que los flujos financieros sean coherentes con una trayectoria de bajas emisiones de gases de efecto invernadero y con un desarrollo climático sostenible. En este contexto, se entiende por «financiación verde» aquella que esté destinada a inversiones que provean de beneficios medioambientales, en un contexto más amplio de desarrollo sostenible<sup>2</sup>. En el caso específico de los «bonos verdes», se trata de instrumentos de deuda que tienen como objetivo financiar o refinanciar activos relacionados con la mitigación y adaptación al cambio climático, entre los cuales se encuentran, por ejemplo, los proyectos de eficiencia energética, de conservación de la diversidad o de transportes sostenibles<sup>3</sup>. Este tipo de instrumentos son, por tanto, una herramienta fundamental para movilizar los recursos necesarios para cumplir con el acuerdo de París. En este sentido, la OCDE estima, por ejemplo, que se requieren en torno a 6,9 billones de dólares anualmente, entre 2015 y 2030, solo para financiar las infraestructuras necesarias que frenen el cambio climático. Para alcanzar estas cifras es necesaria la actuación no solo de los gobiernos a través de la inversión pública, sino también del sector privado.

Uno de los problemas para el desarrollo de mercados primarios de bonos verdes reside en la falta de estandarización. Actualmente no existe un único marco para identificar un bono verde. Una de las aproximaciones de mayor éxito son los *Green Bond Principles*,

creados por un conjunto de bancos de inversión en 2014. Estos principios, de carácter voluntario, son una guía que «recomienda la transparencia y la divulgación de información, y promueve la integridad en el desarrollo del mercado de bonos verdes». Su piedra angular es el uso de los fondos de los bonos verdes para proyectos con beneficios ambientales, que han de ser evaluados y cuantificados por el emisor. Estos principios han servido de base para generar muchas «etiquetas verdes» a escala internacional<sup>4</sup>, como el «Climate Bond Standard and Certification», desarrollado por el «Climate Bond Initiative», que establece criterios para verificar las credenciales verdes de un bono y definiciones más concretas que las de los *Principles*. Además de estas certificaciones internacionales, algunos países e instituciones han desarrollado sus propias guías y taxonomías [China, Brasil y el Banco Europeo de Inversiones (BEI), entre otros]. Los bonos con etiqueta o certificación verde son solo una parte del universo de «bonos alineados con el clima», un concepto más amplio que incluye bonos de entidades implicadas en la economía baja en carbono, en su mayor parte compañías que reciben más de la mitad de sus ingresos de tecnologías limpias, también conocidas como *pure-play*, pero sin certificación formal. A mediados de 2017 se estimaba que había un saldo de 895 mm de dólares de bonos alineados con el clima, de los cuales 221 mm tenían etiqueta verde<sup>5</sup>. En la medida en que prosiga la estandarización, se espera que el uso de estas etiquetas sea cada vez más común.

En cualquier caso, los emisores públicos y las organizaciones internacionales pueden desempeñar un papel importante a la hora

1 En diciembre de 2015 se celebró la Conferencia de París sobre el Clima (COP21), en la que casi 200 países firmaron el primer acuerdo vinculante mundial para evitar el cambio climático y mitigar las emisiones a escala mundial.  
 2 «G20 Green Finance Synthesis Report 2016», G20 Green Finance Study Group, septiembre 2016.  
 3 «The Green Bond Principles 2017», ICMA, 2017, y «Financing a Sustainable European Economy», *Interim Report*, by the High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG), julio 2017.

4 Véase «Green bond Finance and certification», *BIS Quarterly Review*, septiembre 2017. En este artículo se pueden ver de manera pormenorizada las características de varios sistemas de certificación de bonos verdes a escala internacional.  
 5 Véase «Bonds and Climate Change: The state of the market», Climate Bond Initiative (CBI), septiembre 2017.

Gráfico 1  
BONOS VERDES POR PAÍSES

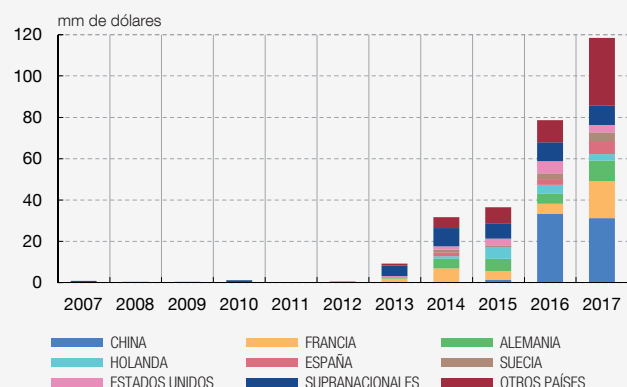
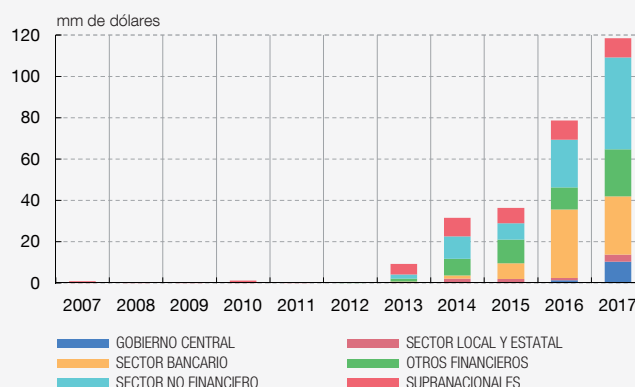


Gráfico 2  
BONOS VERDES POR SECTORES



FUENTE: Dealogic.

de desarrollar este mercado. El primer bono verde fue emitido por el BEI en julio de 2007. Los años inmediatamente posteriores se caracterizaron por los bajos volúmenes de emisión, por el protagonismo de las entidades supranacionales y agencias públicas (BEI, Banco Mundial, Landwirtschaftliche Rentenbank) y por la alta calificación de los bonos verdes (AAA). A finales de 2013 se emitieron los primeros bonos del sector corporativo (de BOAML y de Électricité de France) y, coincidiendo con la publicación de los *Green Bond Principles*, el mercado triplicó su volumen en 2014 con respecto al total de los años anteriores. El mercado continuó creciendo ininterrumpidamente hasta 2017, año en el que se batió un récord histórico, con la emisión de más de 118 mm de dólares en estos activos<sup>6</sup>. Adicionalmente, la diversidad de emisores ha aumentado notablemente, tanto por procedencia como por sector, así como por clase de instrumentos (bonos garantizados y titulaciones verdes).

Los principales países emisores en la última década han sido China, Francia, Alemania y Estados Unidos (gráfico 1). No es coincidencia que el liderazgo corresponda a países con ambiciosas agendas climáticas a escala gubernamental y/o con estándares nacionales propios para los bonos verdes. El principal sector emisor es el no financiero, seguido del sector bancario, otras instituciones financieras y entidades supranacionales (gráfico 2). También destacan las emisiones de soberanos, como Polonia y Francia, y las de algunas ciudades y regiones (Tokio, Quebec)<sup>7</sup>. Las emisiones de los primeros son relevantes, no solo para cumplir los objetivos nacionales de descarbonización, sino también para dar certidumbre y desarrollar los mercados dentro de un país. Adicionalmente, el desarrollo de un mercado secundario en torno a estos activos facilita la valoración del riesgo de cambio climático por el mercado y su papel de catalizador para la movilización de recursos a través de otros instrumentos.

- 6 De acuerdo con el informe «Green Bond Highlights 2017» del CBI (enero de 2018), los bonos emitidos en 2017 alcanzaron 155,5 mm de dólares. Los datos empleados en este artículo son bonos identificados por Dealogic como bonos verdes de acuerdo con los principios del ICMA, excluyendo bonos a corto plazo, las titulaciones y los bonos sostenibles, que son aquellos que destinan sus fondos tanto a proyectos verdes como a los de tipo social. Existen otras listas de bonos verdes más completas, como la Green Bond Database, Moody's, Bloomberg y la de CBI.
- 7 A pesar del anuncio de la retirada de Estados Unidos en junio de 2017, las emisiones de bonos verdes de ciudades y regiones estadounidenses en 2017 fue robusta (no incluidos en nuestros datos). Además, Apple emitió un segundo bono verde destinado, entre otras cosas, a la financiación de energía renovable por un valor de 1 mm de dólares.

El éxito de los bonos verdes en los últimos años está relacionado con el creciente interés entre los inversores (en muchos casos, institucionales) por esta clase de activos, quienes, por un lado, valoran positivamente la transparencia sobre el uso de los fondos y, por otro, los utilizan para satisfacer los requerimientos que en algunos países, como Francia, se están introduciendo para que estos agentes tengan en cuenta el riesgo de cambio climático en la gestión de sus carteras. Adicionalmente, aunque el riesgo de los bonos verdes es *a priori* el mismo que el de un bono convencional<sup>8</sup>, se ha documentado la existencia de una prima negativa de emisión para estos<sup>9</sup>, que sería suficiente para cubrir los costes de certificación específicos y que podría ser el resultado de la combinación de un desequilibrio entre oferta y demanda de bonos verdes.

A pesar de su rápido crecimiento, los bonos verdes apenas representaron un 1,2% del total de bonos emitidos en 2017 y aún se encuentran lejos de cubrir las necesidades de financiación en la transición a una economía verde. Algunos de los obstáculos a los que se enfrentan son la falta de estándares y definiciones comúnmente aceptados<sup>10</sup>, la escasez de proyectos verdes financiables y la dificultad para agregar proyectos de baja cuantía en un solo bono. En este sentido, existen numerosas iniciativas a escala internacional para fomentar estos mercados, tanto desde el G-20 como desde la Comisión Europea o las legislaciones nacionales. El contenido de estas iniciativas es amplio: desarrollo de legislaciones específicas que definan el concepto de instrumentos verdes (deuda garantizada y titulaciones verdes), declaración de descarbonización, impulso político a los proyectos verdes, o la creación de estándares y taxonomías detalladas<sup>11</sup>.

8 Al menos en la medida en que sus pagos dependan del rendimiento de todo el balance del emisor. Esto les permite acceder a inversores que no tengan un mandato verde [CBI (2017)].

9 Véanse Zerbib (2017) y BIS (2017).

10 Por ejemplo, los estándares del Banco Central de China consideran verdes los proyectos de carbón limpio, sector que no cualifica en los estándares internacionales de bonos verdes. La falta de estos estándares y de verificaciones de un bono verde conlleva un riesgo de *greenwashing*.

11 Desde principios de 2017 se está trabajando para una armonización de definiciones entre el BEI y el Banco Central de China. La comisión de expertos creada en la UE para las finanzas sostenibles recomienda la creación de un estándar a escala europea basado en los GBP. La ley de transición energética francesa prevé la declaración obligatoria de temas medioambientales y el Gobierno de Luxemburgo ha anunciado la creación de una legislación específica de deudas garantizadas verdes en su país.