

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

2/2021

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES
INTERNACIONALES DURANTE LA CRISIS SANITARIA

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

RESUMEN

En este artículo se analizan las principales tendencias de la actividad emisora de títulos en los mercados internacionales durante 2020, un año en el que los mercados de capitales mostraron un fuerte dinamismo a pesar de la crisis sanitaria del COVID-19. Así, durante 2020 se registraron cifras récord de emisiones en los mercados de renta fija a nivel global, impulsadas por las medidas adoptadas por gobiernos y bancos centrales para facilitar la financiación y favorecer la liquidez en los mercados. Por sectores, se registraron incrementos en las emisiones del sector público y en el de las sociedades no financieras, y caídas en el sector bancario. Por regiones, los aumentos en los volúmenes de emisiones han sido generalizados, destacando el mayor dinamismo de Estados Unidos y el Reino Unido. Finalmente, en cuanto al horizonte temporal, destaca el fuerte aumento experimentado durante el segundo trimestre del año, que registró cifras récord. Esto pudo deberse a que muchos emisores trataron de anticipar sus colocaciones en ese trimestre ante la enorme incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y las condiciones de financiación futuras. Por su parte, las emisiones en los mercados de acciones también experimentaron un fuerte dinamismo, alcanzando cifras no registradas desde 2009.

Palabras clave: emisiones, mercados internacionales, COVID-19.

Códigos JEL: F3, G12, G15.

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

Introducción

La evolución de los mercados financieros durante 2020 estuvo marcada por la crisis sanitaria del COVID-19, lo que afectó de un modo determinante al comportamiento de los mercados de capitales. Así, la propagación de las infecciones por COVID-19 a nivel global a finales de febrero provocó fuertes caídas de las cotizaciones bursátiles, aumentos de la volatilidad de los precios y una elevada aversión al riesgo que, en un primer momento, dificultó la obtención de financiación a través de los canales habituales y supuso el incremento de sus costes. Tras las medidas adoptadas por gobiernos y bancos centrales para facilitar el crédito y favorecer la liquidez en los mercados, se restablecieron paulatinamente los canales de financiación, registrándose durante 2020 cifras récord de emisiones en los mercados de renta fija a escala global.

En este artículo se analizan las principales tendencias de la actividad emisora en los mercados de capitales internacionales durante 2020¹, ilustrando los factores que pueden haber afectado de un modo más relevante a cada uno de los segmentos de mercado. En la segunda sección se analizan los principales rasgos de la actividad emisora en los mercados de bonos para los segmentos de deuda pública, renta fija privada no financiera, sector bancario y mercados emergentes. Y en la tercera sección se revisa la evolución de la actividad en los mercados de acciones y titulizaciones.

Actividad en los mercados de emisión de bonos

Durante 2020, las emisiones brutas de bonos a nivel internacional fueron muy elevadas en comparación con los años anteriores, condicionadas por el repunte de las realizadas tanto por el sector público como por las sociedades no financieras (SNF) (véanse cuadro 1 y gráfico 1).

1 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. 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 artículo obedecen a necesidades de financiación de medio y largo plazo. Las emisiones se obtienen según el criterio de nacionalidad, incluyéndose en el caso de las sociedades no financieras las colocaciones realizadas por filiales no residentes.

Cuadro 1

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MERCADOS DE DEUDA: VOLÚMENES DE EMISIÓN

mm\$, salvo indicación en contra	2019	2020	Variac. anual 2020 (%)	2020			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
Bonos totales (a)	9.861	12.940	31,23	2.973	3.867	3.234	2.867
Economías desarrolladas	9.181	12.191	32,77	2.779	3.651	3.052	2.708
Economías emergentes (b)	679	750	10,37	193	216	181	159
Bonos totales, por país							
Desarrollados	9.181	12.191	32,77	2.779	3.651	3.052	2.708
Estados Unidos	4.539	6.453	42,17	1.419	1.779	1.659	1.597
Zona del euro	2.154	2.452	13,86	659	855	534	404
España	219	276	25,86	90	109	47	30
Resto zona del euro	1.935	2.177	12,50	570	746	487	374
Reino Unido	347	538	54,89	102	308	80	48
Japón	1.278	1.467	14,81	311	313	435	407
Otros desarrollados	864	1.281	48,21	288	395	345	252
Emergentes	679	750	10,37	193	216	181	159
Bonos totales, por sector							
Sector público	6.288	8.684	38,11	1.824	2.432	2.291	2.138
Desarrollados	6.101	8.430	38,18	1.769	2.328	2.252	2.081
Estados Unidos	3.232	4.535	40,34	896	1.069	1.268	1.303
Zona del euro	1.328	1.688	27,15	447	577	388	277
España	141	197	40,35	62	85	35	16
Resto zona del euro	1.187	1.491	25,59	385	492	353	261
Reino Unido	152	297	95,71	51	217	22	7
Japón	1.077	1.226	13,89	262	256	359	349
Otros desarrollados	313	683	118,33	113	209	215	146
Emergentes	187	254	35,78	54	104	39	57
Sociedades no financieras	1.948	2.620	34,50	619	990	593	418
Desarrollados	1.626	2.298	41,35	537	909	505	347
Estados Unidos	814	1.334	63,84	335	553	278	168
Zona del euro	377	390	3,50	84	167	74	65
España	21	30	44,99	3	14	5	8
Resto zona del euro	356	360	1,07	81	153	70	56
Reino Unido	89	138	55,32	21	58	38	20
Japón	122	162	32,94	25	43	48	47
Otros desarrollados	224	274	22,29	72	89	67	46
Emergentes	323	322	-0,03	83	81	88	71

FUENTE: Dealogic.

a Totales estimados. Datos excluidas las titulizaciones y los instrumentos de deuda a corto plazo.**b** En economías emergentes solo se incluyen emisiones en mercados internacionales.

Cuadro 1

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

mm\$, salvo indicación en contra	2019	2020	Variac. anual 2020 (%)	2020			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
Sector bancario	1.226	1.154	-5,82	420	301	225	208
Desarrollados	1.056	981	-7,11	364	269	170	178
Estados Unidos	278	297	6,80	120	76	33	68
Zona del euro	390	322	-17,29	121	92	60	49
España	56	46	-19,06	24	10	6	5
Resto zona del euro	333	277	-16,99	97	82	54	43
Reino Unido	85	78	-9,21	23	25	15	15
Japón	60	60	-0,81	17	10	23	9
Otros desarrollados	242	224	-7,52	83	65	39	37
Emergentes (c)	170	173	2,18	56	32	55	31
Otras instituciones financieras	399	481	20,71	109	144	125	103
Estados Unidos	215	286	33,47	68	80	80	58
Zona del euro	60	52	-12,94	7	20	11	14
España	1,0	2,2	129,34	0,5	0,5	0,6	0,6
Resto zona del euro	59	50	-15,28	7	19	11	13
Reino Unido	21	26	19,35	7	8	5	6
Japón	18	18	-0,53	6	4	5	3
Otros desarrollados	85	99	17,03	21	33	24	23
Pro memoria							
Bonos garantizados con colateral (d)	267	192	-28,16	87	51	27	26
Zona del euro	137	99	-27,54	46	30	12	11
España	14	8,9	-35,70	8,6	0,2	0,1	0,0
Resto zona del euro	123	90	-26,62	37	30	12	11
Otros	130	93	-28,82	41	21	15	15
Bonos de alto riesgo	607	704	15,89	165	184	191	164
Desarrollados	444	583	31,38	117	166	163	138
Estados Unidos	226	376	66,08	61	122	111	82
Zona del euro	75	69	-8,07	16	19	14	20
España	2,8	2,4	-11,44	0,6	0,0	1,5	0,3
Resto zona del euro	72	66	-7,95	15	19	12	20
Reino Unido	24	37	55,10	6	9	11	11
Japón	10,4	2,6	-74,67	0,4	0,0	0,9	1,3
Otros desarrollados	109	99	-8,78	34	15	27	23
Emergentes	164	121	-26,13	48	18	28	27

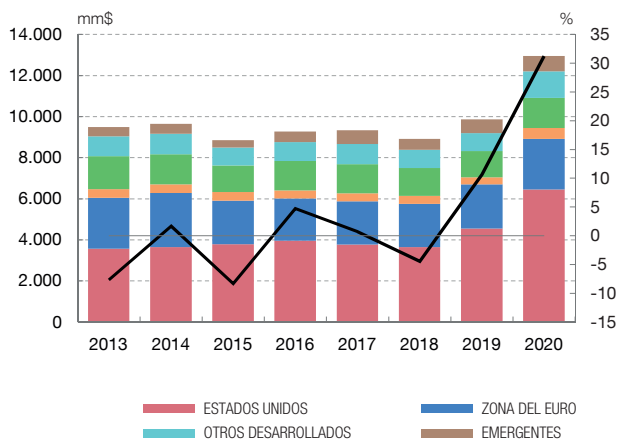
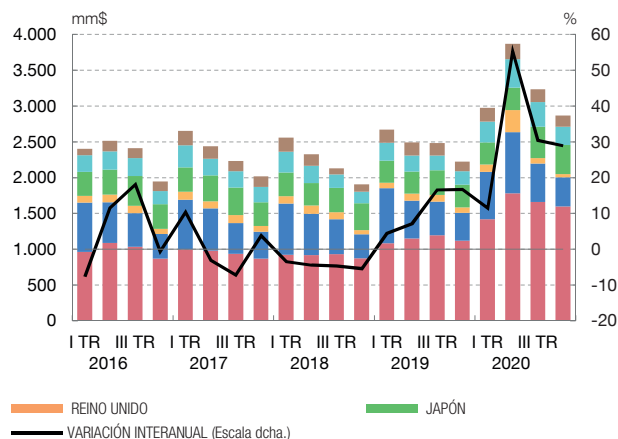
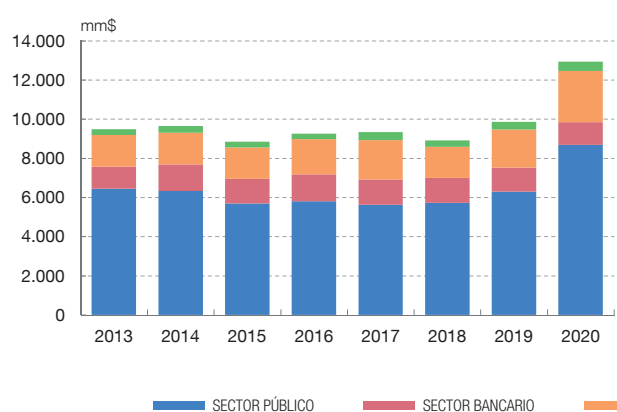
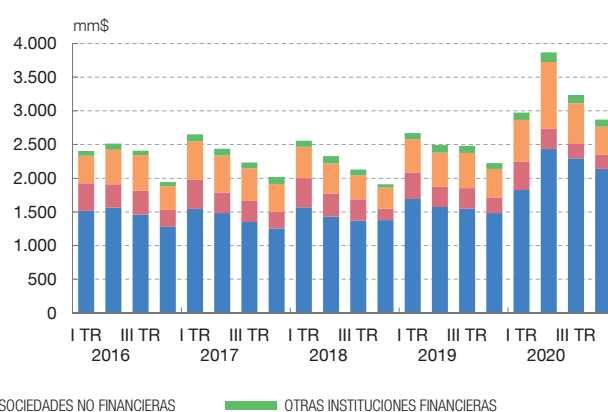
FUENTE: Dealogic.

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.

EMISIONES BRUTAS DE BONOS POR SECTOR Y POR PAÍS (a)

Las emisiones totales de bonos experimentaron un elevado aumento con respecto a los años anteriores, condicionadas por los incrementos observados tanto en el sector público como en el de las sociedades no financieras. El segundo trimestre del año concentró la mayor parte de las emisiones y, por regiones, fueron Estados Unidos y el Reino Unido las áreas más dinámicas.

1 EMISIÓN BRUTA POR PAÍSES O REGIONES EMISORES
Datos anuales2 EMISIÓN BRUTA POR PAÍSES O REGIONES EMISORES
Datos trimestrales3 EMISIÓN BRUTA POR SECTOR EMISOR
Datos anuales4 EMISIÓN BRUTA POR SECTOR EMISOR
Datos trimestrales

FUENTE: Dealogic.

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

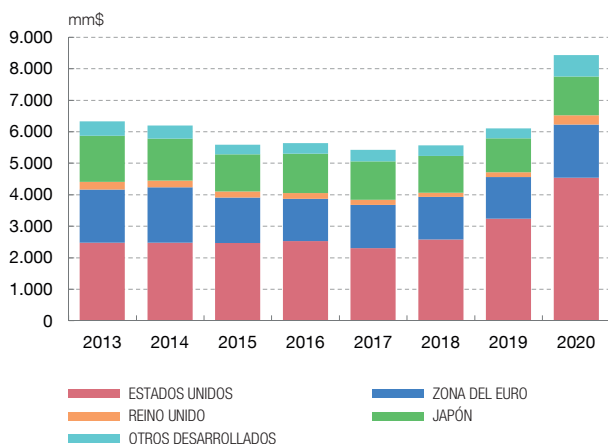
En cuanto a la evolución a lo largo del año, destaca el elevado importe de las emisiones durante el segundo trimestre, que registró las cifras más elevadas de la serie histórica. Los paquetes de gasto fiscal anunciados por los Gobiernos y las medidas de corte expansivo implementadas por los bancos centrales a partir de marzo pudieron condicionar la evolución durante el segundo trimestre, en el que muchos emisores trataron de anticipar sus colocaciones ante el aumento de sus necesidades de financiación, en un contexto de enorme incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y las condiciones de financiación futuras.

Por regiones, los aumentos en los volúmenes de emisiones han sido generalizados, destacando el mayor dinamismo de Estados Unidos y el Reino Unido. En cuanto a

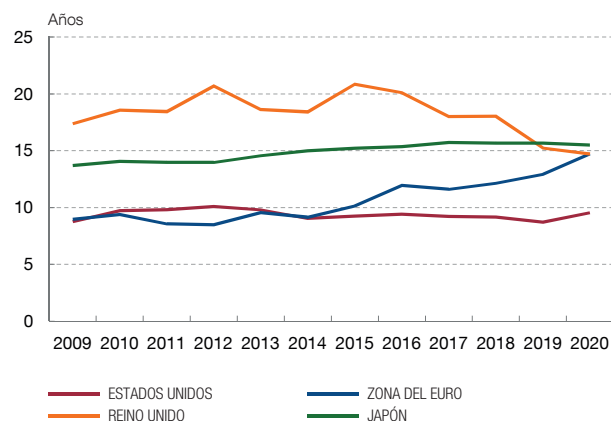
MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA EN LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS (a)

Las emisiones brutas del sector público en los países desarrollados se incrementaron de un modo muy pronunciado, alcanzando niveles récord. Esta evolución estuvo condicionada por las necesidades de financiación de los Estados ante las políticas de gasto fiscal implementadas para paliar los efectos de la crisis sanitaria.

1 EMISIÓN BRUTA DEL SECTOR PÚBLICO



2 VENCIMIENTO MEDIO DE EMISIONES DEL GOBIERNO CENTRAL



FUENTE: Dealogic.

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

los sectores, la evolución ha sido más heterogénea, con incrementos en las emisiones del sector público y de SNF, y caídas en el sector bancario, que se concentraron en la zona del euro.

Mercados de deuda pública en países desarrollados

Durante 2020, las emisiones brutas del sector público en los países desarrollados se incrementaron de un modo muy pronunciado, alcanzando un máximo histórico (véase gráfico 2.1). Esta evolución ha estado muy condicionada por las necesidades de financiación de los Estados ante las políticas de gasto implementadas para paliar los efectos de la crisis sanitaria. Así, tras la expansión del COVID-19 a nivel global y el establecimiento de medidas de distanciamiento social, la mayor parte de las áreas desarrolladas aprobaron partidas presupuestarias extraordinarias para reforzar el sistema sanitario, apoyar la liquidez de las empresas y mantener las rentas de los hogares². Las favorables condiciones de financiación que se han mantenido durante 2020, y que han estado apoyadas por las políticas acomodaticias de los principales bancos centrales, han favorecido el dinamismo de las emisiones en el sector público.

2 Véase L. Cuadro-Sáez, F. S. López-Vicente, S. Párraga Rodríguez y F. Viani (2020), *Medidas de política fiscal en respuesta a la crisis sanitaria en las principales economías del área del euro, Estados Unidos y Reino Unido*, Documentos Ocasionales, n.º 2019, Banco de España.

Además, la creciente demanda de activos seguros ante la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y sus consecuencias económicas habría favorecido también en un primer momento la expansión de las emisiones de estos títulos.

Por regiones, pese a que los incrementos han sido generalizados, destaca dentro de las grandes áreas desarrolladas el aumento porcentual respecto al año anterior de las emisiones en el Reino Unido (96 %), seguido por el experimentado en Estados Unidos (40 %). Este mayor crecimiento podría estar condicionado, en parte, por unas mayores necesidades de financiación ante el esfuerzo de los programas de gasto fiscal implementados por dichos países³. Por su parte, las emisiones del sector público en España también han registrado un aumento relevante (40 %), siendo este superior al experimentado en el conjunto de la zona del euro (27 %). En cuanto al agente emisor, el grueso se sigue realizando de modo centralizado, siendo los tesoros los que aglutinan la mayor parte de los títulos colocados en los mercados, con un 80 % del total.

Por último, el vencimiento medio de las emisiones se incrementó en 2020 tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, país en el que la deuda pública continúa teniendo el menor vencimiento medio entre las principales economías. Este aumento, más pronunciado en el caso de la zona del euro, podría obedecer al intento de los tesoros de aprovechar las favorables condiciones de la financiación a plazos largos para reducir los riesgos de refinanciación y la posible subida futura en los tipos de interés. Por su parte, en Japón y el Reino Unido se registraron leves caídas en los vencimientos medios (véase gráfico 2.2).

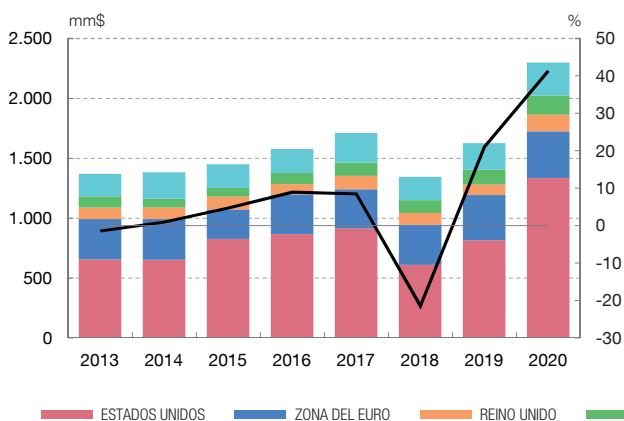
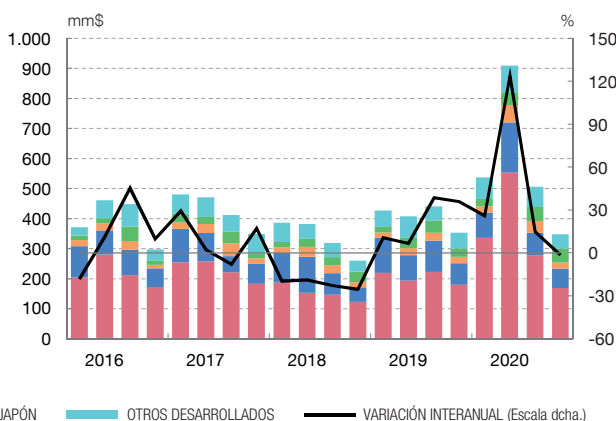
Mercados de renta fija privada no bancaria en los países desarrollados

En 2020, las emisiones de renta fija de las SNF en los mercados de capitales experimentaron un fuerte crecimiento y alcanzaron un volumen nunca antes registrado (véase gráfico 3.1). Por regiones, los aumentos fueron generalizados, destacando el crecimiento en Estados Unidos (64 %) y el Reino Unido (55 %). En la zona del euro, el incremento (4 %) fue menor que en el resto de las áreas las desarrolladas, aunque en el caso de España este incremento sí fue significativo (45 %). Esta evolución expansiva de las emisiones de las SNF ha estado condicionada, en parte, por los programas de compra de activos de los bancos centrales para paliar los efectos de la crisis sanitaria ante los repuntes en los costes de financiación al comienzo de la pandemia, que posteriormente se redujeron.

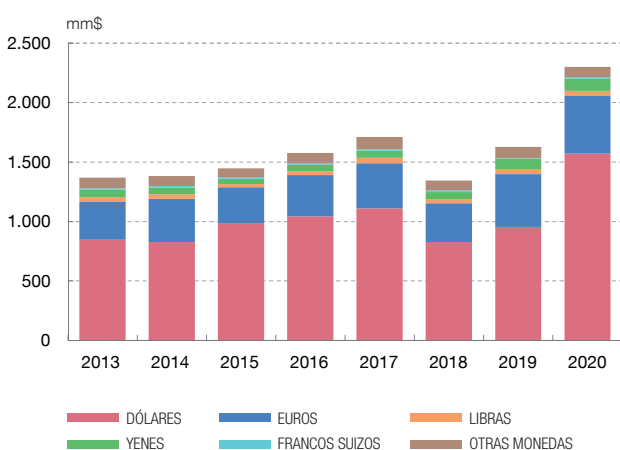
3 De acuerdo con el «Fiscal Monitor Database» del FMI, las medidas de impulso fiscal implementadas ante la crisis sanitaria, y que suponen gastos adicionales o recortes impositivos inmediatos, alcanzan el 16,3% y el 16,7% del PIB en el Reino Unido y en Estados Unidos, respectivamente. En el caso de la Unión Europea (UE), en cambio, esta cifra sería notablemente inferior (3,4%). Véase <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19>.

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

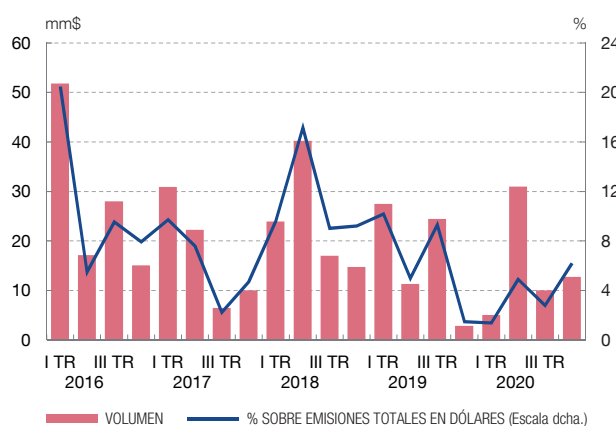
Las emisiones de las sociedades no financieras experimentaron un fuerte crecimiento y alcanzaron un volumen récord en 2020. Por regiones, los aumentos fueron generalizados, destacando el mejor comportamiento de Estados Unidos y el Reino Unido. El segundo trimestre concentró el mayor volumen de emisiones, lo que pudo deberse a que muchas empresas intentaron anticiparlas ante la incertidumbre sobre la evolución futura de la pandemia y la necesidad de acumular liquidez por motivos precautorios. El dólar se mantuvo como principal moneda de emisión.

1 EMISIÓN BRUTA POR PAÍSES O REGIONES EMISORES
Datos anuales2 EMISIÓN BRUTA POR PAÍSES O REGIONES EMISORES
Datos trimestrales

3 EMISIÓN BRUTA ANUAL POR MONEDAS



4 EMISIÓN EN DÓLARES EN LA ZONA DEL EURO



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

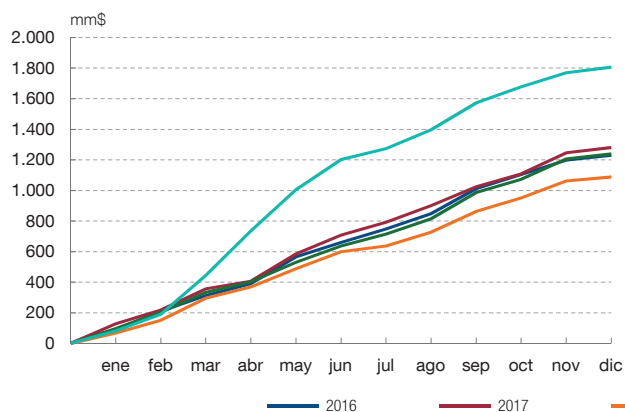
a Datos excluyendo las titulizaciones y los instrumentos de deuda a corto plazo.

Por trimestres, pese a que en todos ellos se observaron valores superiores a los de los años anteriores, fue en el segundo trimestre en el que se registró un mayor volumen de emisiones. Esto pudo deberse a la implementación de las medidas adoptadas por los principales bancos centrales para mantener unas condiciones de financiación favorables, al tiempo que las empresas aprovechaban la ventana de oportunidad para obtener fondos ante la creciente incertidumbre sobre la evolución futura de la pandemia. En concreto, el BCE anunció el 18 de marzo un programa de

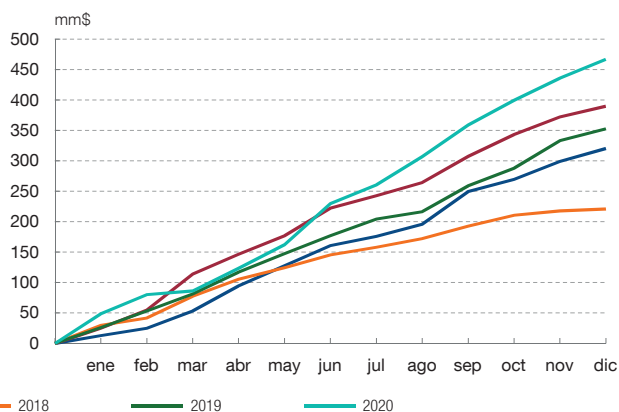
EMISIONES BRUTAS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS (a) (cont.)

Por segmentos, destaca el fuerte aumento registrado en las emisiones de grado de inversión, condicionadas, en parte, por los programas de estímulo de los bancos centrales. Las emisiones de alto rendimiento también registraron niveles superiores a los de años anteriores. Por otro lado, los costes de financiación de la deuda corporativa descendieron tras el repunte observado en marzo de 2020.

5 EMISIÓN DE BONOS DE GRADO DE INVERSIÓN



6 EMISIÓN 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, Federal Reserve Bank of Kansas City, Banco Central Europeo y JP Morgan.

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

compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) por un volumen de 750 mm de euros, que fue ampliado posteriormente en junio (600 mm de euros adicionales) y en diciembre (500 mm de euros). Una parte de este programa se ha destinado a la compra de bonos con calificación crediticia de grado de inversión emitidos por las SNF residentes en la UEM⁴. Por su parte, la Reserva Federal (Fed) anunció el 23 de marzo que se realizarían compras ilimitadas de activos, y el 9 de abril, que estas compras incluirían también bonos corporativos de

4 A finales de enero de 2021, las compras de bonos corporativos bajo el PEPP ascendían a 22,3 mm de euros.

alto rendimiento. Además, el Banco de Inglaterra anunció el aumento de sus compras totales de activos en 200 mm de libras el 19 de marzo, que fueron nuevamente ampliadas en junio (100 mm de libras) y en noviembre (150 mm de libras). Estas medidas condicionaron la evolución de los costes de financiación de las empresas, finalizando el año en valores más reducidos que los observados a principios de 2020 (véanse gráficos 3.7 y 3.8).

Por monedas, las colocaciones en dólares continuaron siendo las más numerosas, incrementándose aún más su peso sobre el total, desde el 62 % en 2019 al 70 % en 2020 (véase gráfico 3.3). Esta evolución estuvo condicionada por el fuerte aumento de las emisiones en Estados Unidos, así como por el incremento de la aversión al riesgo debido a la crisis sanitaria y a la preferencia de muchas empresas por la obtención de financiación en dólares debido a su condición de moneda de reserva. En este sentido, la fuerte demanda de dólares a nivel global provocó en marzo la intervención coordinada de los bancos centrales para ampliar las líneas *swaps* de divisas tanto en su cuantía como en el número de jurisdicciones en las que se llevaban a cabo⁵. La fuerte demanda de la moneda estadounidense también se hizo patente en el volumen de emisiones en dólares realizadas por parte de empresas de la zona del euro durante el segundo trimestre, aunque en el resto de los trimestres este tipo de colocaciones se mantuvieron en niveles discretos (véase gráfico 3.4).

Por segmentos, destaca el elevado volumen de emisiones registrado en las SNF con calificación crediticia de grado de inversión en comparación con años anteriores (véase gráfico 3.5). En el segmento de alto rendimiento, pese a haber alcanzado también máximos históricos, este crecimiento no fue tan marcado (véase gráfico 3.6). El peor comportamiento relativo del segmento de alto rendimiento pudo estar condicionado, en parte, porque los programas de compras de activos de la mayoría de los bancos centrales —como en el caso del BCE— no incluyen este tipo de deuda. De hecho, el segmento de alto rendimiento ha registrado volúmenes récord en Estados Unidos y no en la zona del euro, lo que podría explicarse por la inclusión de estas emisiones en los programas de compras de la Fed⁶.

Otro segmento que ha mantenido su dinamismo durante 2020 ha sido el de los bonos que cumplen criterios de sostenibilidad⁷, con un incremento de las emisiones

5 La Fed amplió en marzo la cuantía y mejoró las condiciones de las líneas *swap* que ya mantenía con el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón, el Banco Central Europeo y el Banco Nacional Suizo. Además, estableció nuevas líneas *swap* con el Banco de la Reserva de Australia, el Banco Central de Brasil, el Banco Nacional de Dinamarca, el Banco de Corea, el Banco de México, el Norges Bank, el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, la Autoridad Monetaria de Singapur y el Sveriges Riksbank.

6 Para una discusión sobre el papel que la política monetaria de Estados Unidos y del área del euro podría haber desempeñado en las emisiones de deuda corporativa de alto rendimiento en ambas regiones en 2020, 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.

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

del 43 % en el conjunto de las áreas desarrolladas. En todo caso, este tipo de colocaciones aún representa tan solo el 3 % del total, siendo el área del euro la región donde tienen un mayor peso, alcanzando el 8 %.

Mercados de financiación bancaria en países desarrollados

En el conjunto del año, el volumen de emisiones realizadas por el sector bancario se redujo hasta los 981 mm de dólares, un 7,1 % menos que en 2019 (véase gráfico 4.1). El descenso fue generalizado por áreas geográficas, a excepción de Estados Unidos, registrándose una contracción de las emisiones del 19 % en España y del 17 % en el resto de la zona del euro.

El retroceso en las colocaciones de deuda y su composición se vieron condicionados por las políticas implementadas en respuesta a la crisis sanitaria. En la zona del euro y el Reino Unido, los bonos garantizados con colateral (*covered bonds*), tradicionalmente una importante fuente de financiación bancaria en episodios de tensión en los mercados, registraron un retroceso en 2020, ante los amplios estímulos monetarios. En particular, en la zona del euro las emisiones de deuda garantizada podrían haberse visto parcialmente sustituidas por la existencia de una amplia y renovada financiación a largo plazo con objetivos específicos del Banco Central Europeo (BCE) en condiciones muy ventajosas (TLTRO-III, por sus siglas en inglés). Un efecto similar se habría producido con el restablecimiento en marzo del *Term Funding Scheme* (TFSME) por el Banco de Inglaterra⁸, disminuyendo estas colocaciones un 66 % en el Reino Unido.

La mejora en las condiciones de financiación propició la reanudación de las emisiones de deuda con fines regulatorios, si bien los rendimientos de los instrumentos con capacidad de absorber pérdidas se mantuvieron más elevados que los niveles prepandemia en algunos segmentos⁹. Asimismo, en la zona del euro la emisión de instrumentos *Tier 2* y AT1 se vio favorecida por el adelanto de la decisión del Mecanismo Único de Supervisión de poder utilizar estos parcialmente para cubrir los requerimientos de Pilar 2 (P2R). En agregado, en el área del euro la colocación de deuda subordinada aumentó un 17 % respecto a 2019 (véase gráfico 4.3), mientras que emisiones de deuda sénior no preferente y CoCos (AT1) registraron descensos.

Los bancos de Estados Unidos, por el contrario, aumentaron sus emisiones en 2020, con incrementos significativos en los segmentos sénior (30 %) y subordinado (28 %) (véase gráfico 4.2). Algunos analistas apuntan a que la relajación en las

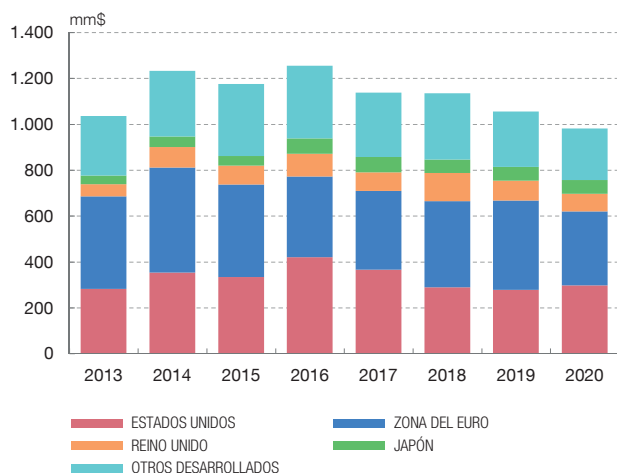
⁸ Este esquema incorpora incentivos adicionales para proporcionar crédito a las pequeñas y medianas empresas.

⁹ Véase European Banking Authority (2020), *Risk Assessment Of The European Banking System*, diciembre, Luxemburgo, Publications Office of the European Union.

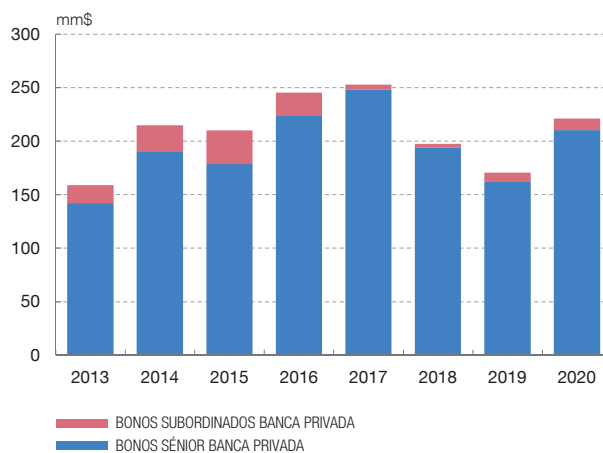
EMISIONES BRUTAS DE BONOS DE BANCOS EN LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS (a)

El volumen de emisiones brutas realizadas por el sector bancario se redujo ligeramente en 2020 de forma generalizada, a excepción de Estados Unidos. El área del euro experimentó el mayor retroceso, en un contexto de amplia financiación por parte del BCE en condiciones ventajosas, si bien aumentó la emisión de bonos subordinados. La crisis sanitaria ha podido actuar como catalizador de las emisiones de deuda bancaria verde y, en particular, de los bonos que incorporan criterios sociales.

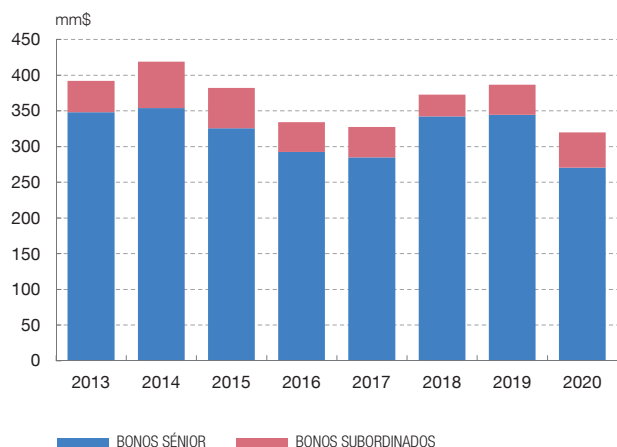
1 EMISIÓN BRUTA POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



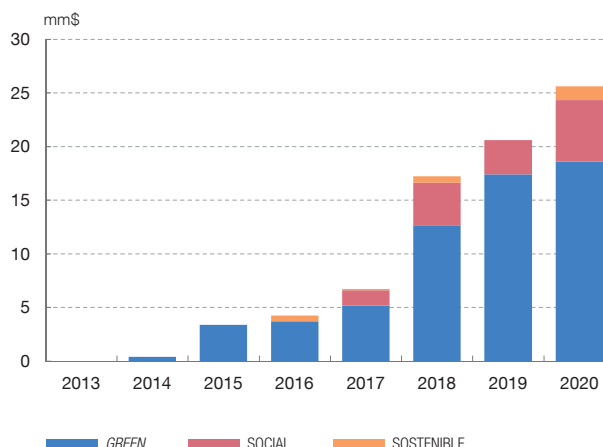
2 ESTADOS UNIDOS: POR TIPO DE EMISIÓN



3 ZONA DEL EURO: POR TIPO DE EMISIÓN



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



FUENTE: Dealogic.

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

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

condiciones de financiación puede haber sido aprovechada para anticipar parte de las emisiones del año siguiente, si bien la no prorrogación de la medida de alivio en los requerimientos de capital¹⁰ introducida en abril de 2020 podría

10 Esta medida, vigente hasta el 31 de marzo de 2021, excluyó los bonos del Tesoro de Estados Unidos y los depósitos mantenidos en los bancos de la Fed del cálculo del índice de apalancamiento suplementario. Véase <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20200401a.htm>.

condicionar el aumento en las necesidades de emisión de las entidades con fines regulatorios.

Por último, cabe destacar que la crisis sanitaria ha podido actuar como catalizador de la emisión de deuda bancaria que incorpora criterios sociales, así como de la comprometida con el Acuerdo de París (véase gráfico 4.4). Muestra de ello es que en la zona del euro los bonos «verdes», que financian proyectos con un impacto positivo en el medio ambiente, continuaron incrementando su volumen de emisión, si bien el mayor desarrollo se produjo en los segmentos con beneficios sociales, con un incremento del 119% con respecto a 2019. En su conjunto, la deuda sostenible, ya sea por características medioambientales y/o sociales, supuso en 2020 el 8% de las emisiones totales de la banca en la zona del euro.

Mercados emergentes

En 2020, la colocación de valores de renta fija en los mercados internacionales por parte de las economías emergentes marcó¹¹ un nuevo máximo histórico, de casi 750 mm de dólares (véase gráfico 5.1). Las emisiones se desplomaron en marzo, hasta menos de 23 mm de dólares —el peor marzo desde 2009—, pero repuntaron a partir de entonces, apoyadas inicialmente en las colocaciones de los soberanos, que llegaron a abarcar el 70% del mercado, algo que no se observaba desde la crisis financiera global, y que es fruto en buena medida de las necesidades de financiación derivadas de las políticas puestas en marcha para contener los efectos de la pandemia.

Por sectores, el mayor incremento en 2020 se registró en las colocaciones de los soberanos (36% respecto a 2019), seguido por las empresas relacionadas con las materias primas (véase gráfico 5.2), que en muchos de estos países son públicas o semipúblicas. El acceso a los mercados para las empresas de baja calificación se vio seriamente limitado, dado que las colocaciones de este tipo de pasivos se redujeron en más de un 26% respecto al año previo, en un contexto de recortes de calificaciones crediticias históricamente elevados¹². La captación de mayores fondos por parte de soberanos y empresas de alta calificación no se produjo a costa de un empeoramiento de las condiciones de acceso, dado que el tipo de interés en la emisión para ambos segmentos se redujo a mínimos históricos, mientras que repuntaba ligeramente el de las empresas de baja calificación, si bien en una cuantía mucho menor que en otros episodios previos de turbulencias financieras (véase gráfico 5.3), principalmente gracias a las medidas de política monetaria adoptadas en las economías avanzadas, que han contenido el empeoramiento de las condiciones financieras globales.

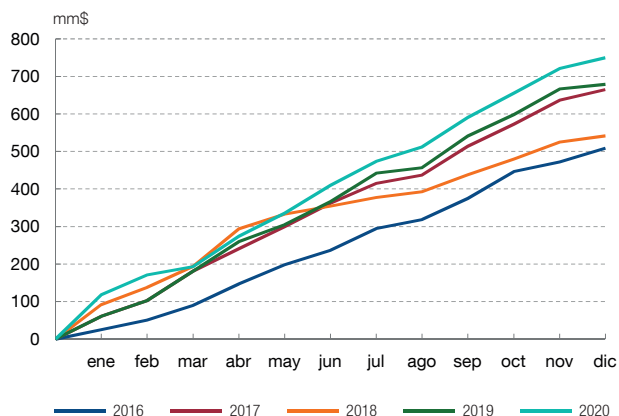
11 Véase “Evolución de los flujos de capitales hacia las economías emergentes durante la pandemia”, recuadro 1, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2020, Banco de España.

12 Véase «Efectos de la pandemia sobre los sistemas bancarios internacionales más relevantes para España», recuadro 2.1, *Informe de Estabilidad Financiera*, otoño 2020, Banco de España.

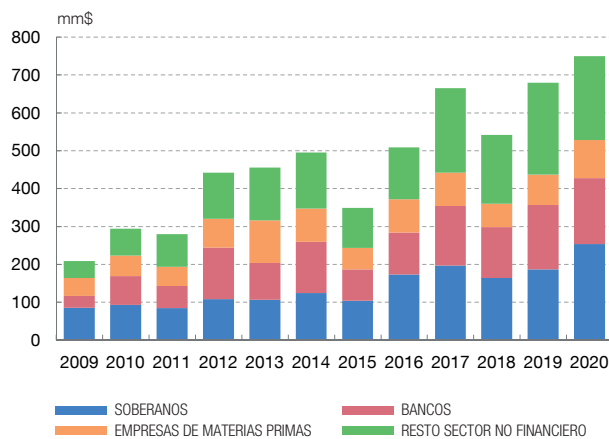
EMISIONES BRUTAS DE ECONOMÍAS EMERGENTES

En 2020, las emisiones de renta fija de las economías emergentes marcaron un nuevo máximo histórico, impulsadas por las colocaciones soberanas, por un lado, y las de América Latina y Europa, por el lado de las regiones. Los costes de las emisiones no se modificaron a pesar de la pandemia.

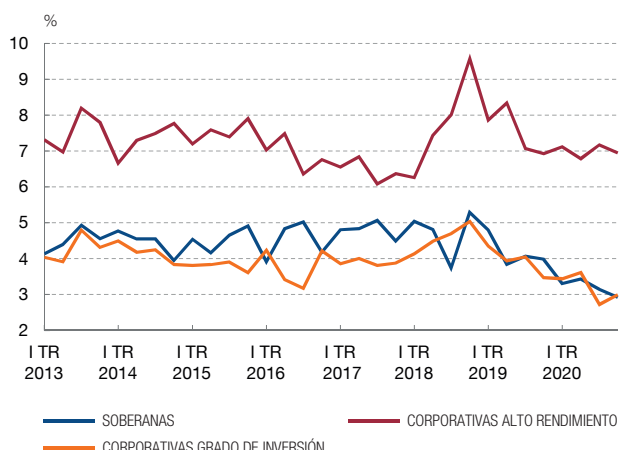
1 DATOS ACUMULADOS DESDE COMIENZOS DE AÑO



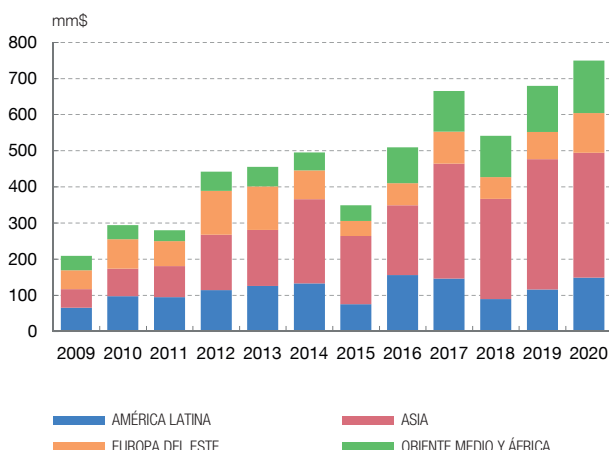
2 POR TIPO DE EMISOR



3 TIPOS DE INTERÉS EN EL MOMENTO DE LA EMISIÓN



4 POR REGIONES



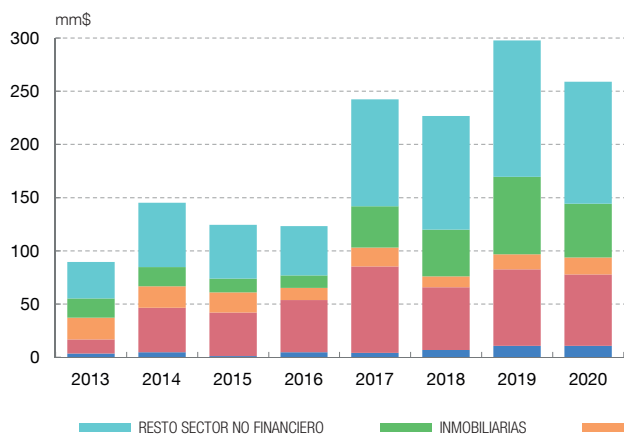
FUENTE: Dealogic.

Por regiones, todas elevaron sus emisiones (véase gráfico 5.4) —especialmente, Europa del Este (47 % respecto al año previo)—, salvo Asia, con una ligera caída del 4,7 %, derivada de un descenso de la captación de fondos por parte de China (-13 %), especialmente de las empresas inmobiliarias (-30 %), que había sido uno de los sectores más activos en los años previos (véase gráfico 5.5). Más allá de China, en los grandes emisores de 2020 se aprecia el peso que han tenido las colocaciones de los soberanos (véase gráfico 5.6), especialmente en países de Oriente Medio y en México, así como las empresas relacionadas con las materias primas, sobre todo en América Latina. Igualmente, accedieron al mercado tras el estallido de la pandemia

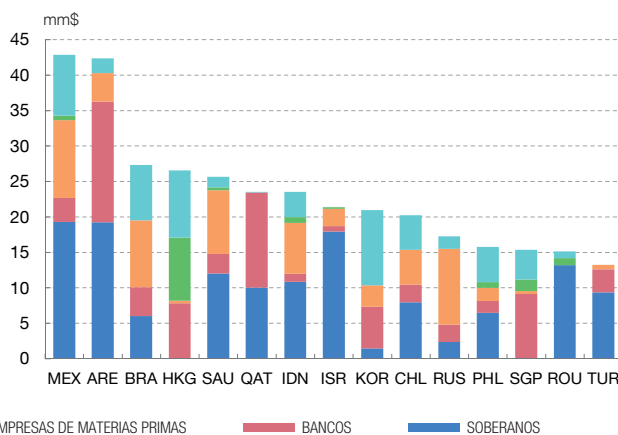
EMISIONES BRUTAS DE ECONOMÍAS EMERGENTES (cont.)

Al contrario que en China, el mayor emisor del año, en el resto de los países con elevadas colocaciones predominaron las emisiones soberanas y de empresas relacionadas con las materias primas. La principal moneda de emisión siguió siendo el dólar. En Asia, la mayor parte de los vencimientos se concentraron en los tres próximos años.

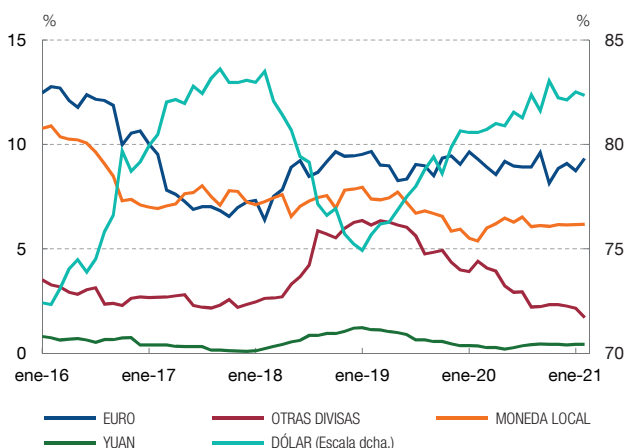
5 POR PAÍSES: CHINA



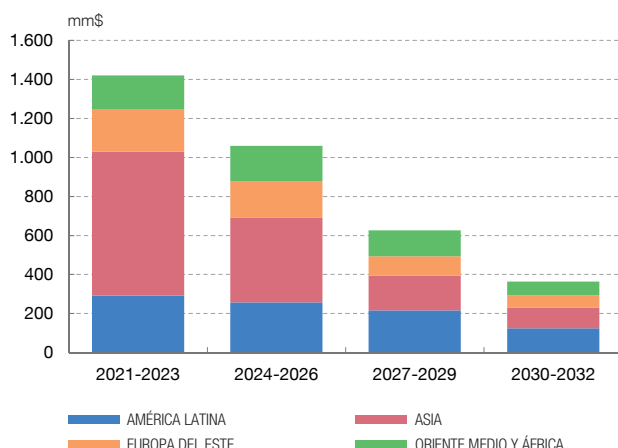
6 POR PAÍSES: MAYORES EMISORES EN 2020



7 MONEDA DE EMISIÓN (% TOTAL)



8 VENCIMIENTOS ESTIMADOS POR REGIONES



FUENTE: Dealogic.

tanto países con vulnerabilidades externas elevadas (como Turquía o Egipto) como otros con baja calificación y poca experiencia en los mercados (como Honduras y alguno del África Subsahariana). Finalmente, la composición por monedas de las emisiones apenas se alteró a lo largo de 2020 (véase gráfico 5.7), y se mantuvo el predominio absoluto del dólar de Estados Unidos, con un aumento de su proporción a costa de las emisiones en otras monedas, como libras esterlinas o yenes —tendencia que se venía observando desde comienzos de 2019—, y con un papel todavía muy marginal del yuan chino, con emisiones limitadas a empresas de países de su área de influencia y bancos de los emiratos de Oriente Medio.

Finalmente, en cuanto al perfil de vencimientos (véase gráfico 5.8), de las amortizaciones previstas para los doce próximos años, algo más del 40 % tendrán lugar entre 2021 y 2023, aunque el caso de Asia es algo más desfavorable (51 % del total previsto), especialmente en el sector inmobiliario (62 % de los vencimientos en 2021-2023) y en los bancos (59 %).

Otros mercados

Renta variable

Las emisiones de renta variable en los mercados internacionales experimentaron un intenso crecimiento en 2020, alcanzado su mayor volumen desde 2009 (véanse gráficos 6.1 y 6.2). Las amplias necesidades de financiación de las empresas y la necesidad de reforzar sus balances fueron factores determinantes de su crecimiento. Así, los títulos emitidos aumentaron un 51,2 % en términos interanuales —en España, el incremento con respecto a 2019 fue del 22,4 %—, si bien su emisión se concentró en los tres últimos trimestres del año (véase gráfico 6.3). Asimismo, el aumento fue generalizado por sectores, excepto en el bancario, que también mostró un peor comportamiento relativo en las cotizaciones bursátiles.

En la zona del euro y el Reino Unido, el incremento de las emisiones de renta variable —55 % y 52 %, respectivamente— se vio impulsado por las operaciones *follow-on*, esto es, la emisión de nuevas acciones de empresas que ya cotizan en bolsa. El objetivo principal de estas operaciones fue recapitalizar sociedades ante el impacto de la crisis del COVID-19. Por su parte, las ofertas públicas de acciones (OPV) se recuperaron progresivamente, favorecidas por la estabilización de los mercados a partir del segundo trimestre del año¹³. En su conjunto, las OPV aumentaron en el Reino Unido un 56 % con respecto a 2019, mientras que en la zona del euro experimentaron una reducción interanual del -57 % .

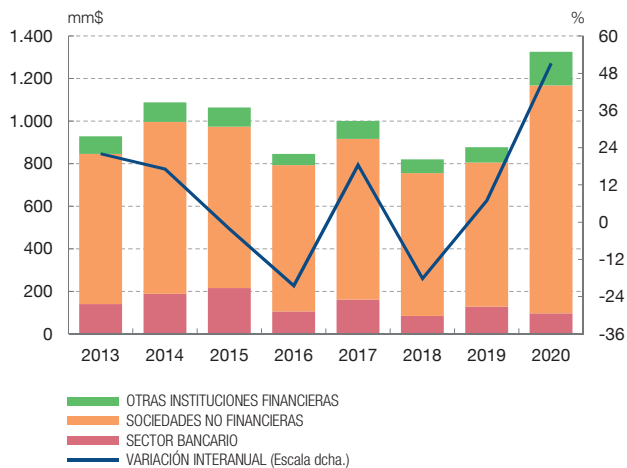
El mayor incremento de colocaciones se produjo en Japón (83 %) y en Estados Unidos (78 %), en línea con la fuerte revalorización bursátil a lo largo del año —alcanzando incluso máximos históricos en el S&P 500— (véase gráfico 6.4). En las emisiones en Estados Unidos destacaron las OPV, especialmente en los sectores financiero, tecnológico y de salud, que continuaron batiendo récords históricos tras aumentar su volumen un 166 % con respecto a 2019. Además, en esta región 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, superando los 80 mm de dólares en emisiones en 2020. Las colocaciones en los mercados emergentes aumentaron, impulsadas por

13 Muestra de ello fueron las OPV de The Hut Group en el sector tecnológico, o de Soltec en el de energías renovables en España.

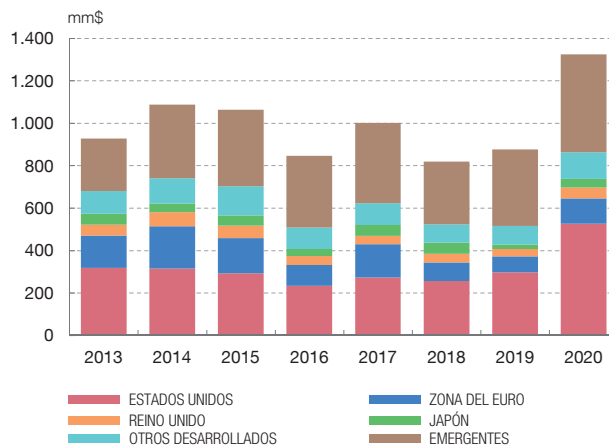
EMISIONES DE ACCIONES POR SECTOR Y POR PAÍS

Las emisiones de renta variable registraron un significativo aumento en 2020, impulsadas por las amplias necesidades de liquidez de las empresas a raíz de la crisis sanitaria y la recuperación de los mercados bursátiles a lo largo del año. Así, el incremento en las emisiones fue generalizado por sectores, a excepción del bancario, y se concentró en los tres últimos trimestres del año. Por países, Japón y Estados Unidos registraron el mayor incremento en las colocaciones, apoyados en una intensa revalorización bursátil.

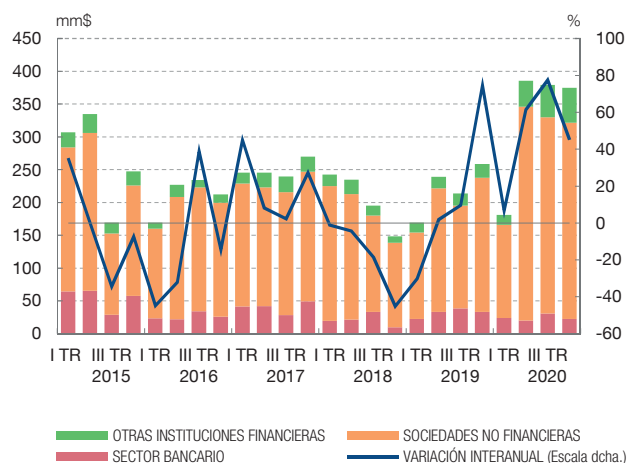
1 EMISIÓN POR SECTOR EMISOR. DATOS ANUALES



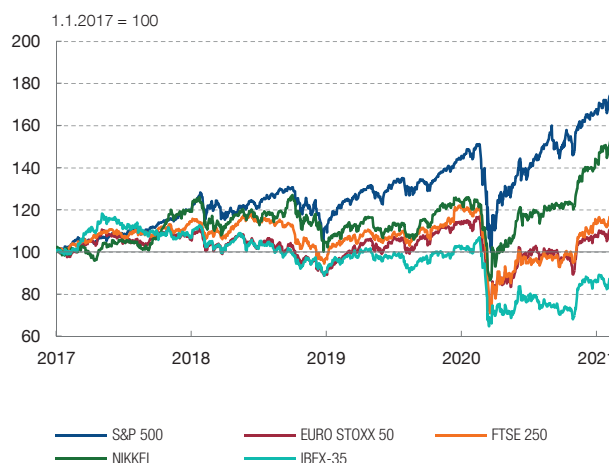
2 EMISIÓN POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



3 EMISIÓN POR SECTOR EMISOR. DATOS TRIMESTRALES



4 EVOLUCIÓN POR BOLSAS



FUENTES: Dealogic y Refinitiv Datastream.

su mayor emisor —China—, que superó por primera vez un volumen de 300 mm de dólares.

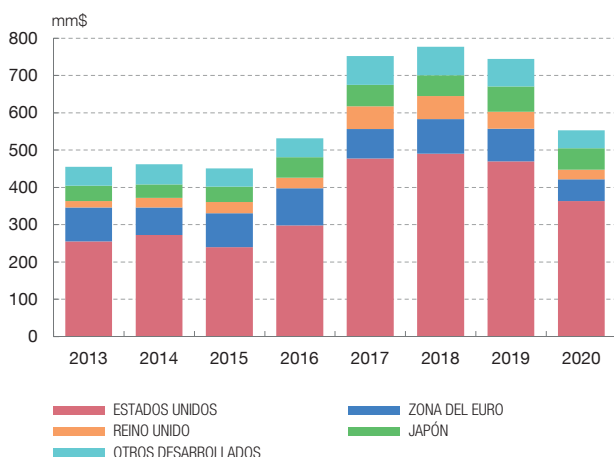
Titulizaciones y productos estructurados

La emisión de titulizaciones descendió significativamente en 2020, hasta los 553 mm de dólares, el menor volumen desde 2016, con una caída del 26% en términos

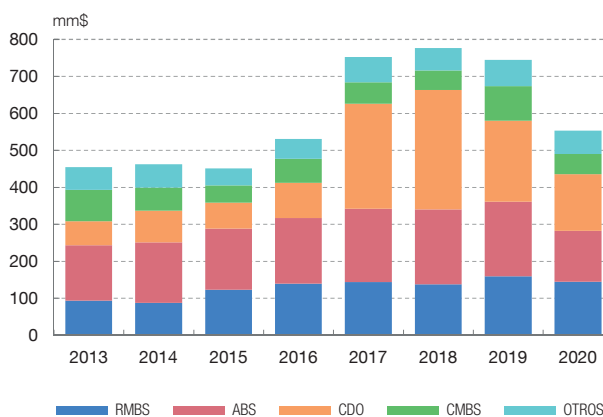
TITULIZACIONES EMITIDAS EN LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS, POR PAÍS Y TIPO DE COLATERAL (a)

La emisión de titulaciones descendió significativamente en 2020, registrando el menor volumen desde 2016. La amplia financiación proporcionada por los bancos centrales en condiciones ventajosas podría haber limitado su emisión, siendo el retroceso especialmente acusado en el Reino Unido. Por tipo de colateral, las emisiones respaldadas por hipotecas comerciales (CMBS) registraron la mayor caída, condicionadas por el impacto de la crisis sanitaria en la actividad empresarial.

1 POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



2 POR TIPO DE COLATERAL



FUENTE: Dealogic.

a Datos excluyendo las titulaciones a corto plazo.

interanuales (véase gráfico 7.1). Este descenso fue generalizado por regiones, experimentando el Reino Unido el mayor descenso interanual (45%). Estados Unidos y Japón experimentaron una corrección menor con respecto a 2019 (-23% y -14%, respectivamente). En cambio, en España se registró un aumento del 11% de las emisiones, impulsado por las titulaciones con colateral hipotecario residencial (RMBS).

En la zona del euro y el Reino Unido, a pesar de que la resiliencia del crédito a hogares y a empresas ofreció soporte para la generación de productos estructurados, la amplia financiación proporcionada a las entidades financieras por los bancos centrales habría limitado la emisión de titulaciones. Con respecto al marco regulatorio, en 2020 la UE avanzó en la incorporación de nuevos estándares técnicos en la *Securitization Regulation*. Asimismo, como parte del paquete de recuperación de los mercados de capitales, se han propuesto modificaciones como la ampliación del marco vigente de la UE para las titulaciones simples, transparentes y normalizadas a las titulaciones sintéticas¹⁴, con el fin de facilitar el uso de la titulación.

Por tipo de colateral, el descenso fue generalizado, destacando la caída del 42% en las emisiones respaldadas por hipotecas comerciales (*Commercial Mortgage-*

¹⁴ Las titulaciones sintéticas son aquellas en las que las exposiciones tituladas permanecen en el balance y el riesgo de crédito se transfiere con el uso de derivados de crédito o garantías.

Backed Securities-CMBS), en un contexto en el que el mercado inmobiliario comercial se vio muy afectado por la crisis del COVID-19 (véase gráfico 7.2). Los instrumentos con mayor nivel de riesgo en esta categoría, los *Collateralized Debt Obligations* (CDO), a pesar de continuar registrando el mayor volumen de emisiones —154 mm de dólares en 2020—, experimentaron una reducción interanual del 30 %. Por su parte, las emisiones de *Asset-Backed Securities* (ABS) registraron una reducción del 32 % con respecto a 2019.

21.4.2021.