

LA EMISIÓN INTERNACIONAL DE BONOS EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2010

La emisión internacional de bonos en el primer semestre de 2010

Los autores del presente artículo son Adrian van Rixtel y Luna Romo González, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

Los mercados internacionales de emisión de bonos tienen gran trascendencia, pues desempeñan un papel fundamental en la financiación de los sectores público y privado de todo el mundo. Constituyen, con diferencia, el segmento más importante de los mercados internacionales de deuda, que incluyen también los mercados de financiación estructurada, de préstamos sindicados y de pagarés de empresa [Van Rixtel y Romo González (2009)]. Las condiciones de emisión en los mercados internacionales de bonos afectan significativamente al coste y a la disponibilidad de la financiación externa del sector bancario y de las sociedades no financieras, y a la sostenibilidad y financiación de la deuda soberana; y, por lo tanto, tienen un papel determinante en el crecimiento económico. Este hecho quedó demostrado durante la crisis financiera que se registró entre 2007 y 2009. La actividad emisora experimentó un rápido descenso hacia finales de 2008, provocando un acusado deterioro de las condiciones de financiación a escala mundial, y luego se recuperó a lo largo de 2009, permitiendo que los prestatarios obtuvieran financiación mediante la emisión de bonos en momentos en los que otros mercados estaban cerrados. Así, en 2009 la emisión internacional de bonos registró un récord anual absoluto, y alcanzó máximos históricos, tanto por parte del sector público como de las sociedades no financieras. De este modo, los mercados de bonos han asumido un papel clave en la canalización de recursos financieros al resto de la economía, en un momento en el que otros mercados de capitales y de crédito atraviesan un período de particular debilidad.

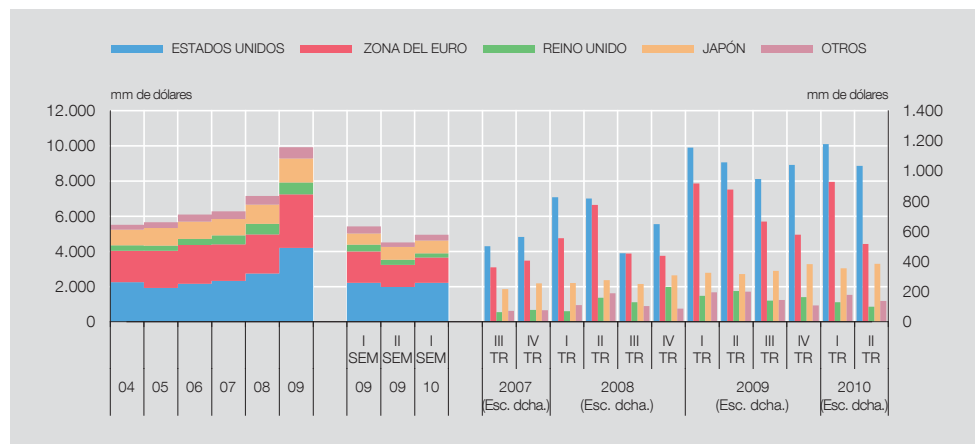
El presente artículo se centra en la evolución de la emisión internacional de bonos durante el primer semestre de 2010, período en el que la generalización y la intensificación de los problemas relacionados con la deuda soberana europea incidieron de forma creciente en las condiciones de emisión de los mercados de bonos. Aunque la emisión de bonos mantuvo un auge relativo durante el primer trimestre, la actividad emisora se redujo de manera bastante significativa a finales de abril, cuando las tensiones existentes en Europa devinieron en turbulencias financieras con efectos a escala mundial.

La estructura del artículo es la siguiente. En la primera sección se analiza la evolución de la emisión internacional de bonos, con especial hincapié en el primer semestre de 2010. Seguidamente se examinan: la actividad emisora en dos segmentos concretos de los mercados internacionales de bonos —los mercados de alto riesgo y los de bonos garantizados (*covered bonds*)—, la financiación de mercado en el sector bancario, y la emisión de bonos en las economías industrializadas y en los países emergentes. La última sección presenta las conclusiones.

Los mercados de emisión de bonos en el primer semestre de 2010

En el primer semestre de 2010, la emisión internacional bruta de bonos se mantuvo en niveles elevados, si bien algo inferiores a la emisión sin precedentes observada en el primer semestre de 2009 (véase gráfico 1)¹. No obstante, la actividad emisora ofrece una imagen diferenciada entre los dos primeros trimestres del año, como consecuencia de las crecientes dificultades

1. En este artículo, se consideran bonos los valores de renta fija emitidos con vencimiento inicial superior a un año [Fabozzi (2008a)] y las notas a medio plazo (MTN, por sus siglas en inglés), cuyos vencimientos pueden oscilar entre nueve meses y treinta años o más [Reserva Federal (2002)]. La inclusión de las MTN en la cobertura de la emisión internacional de bonos está justificada por su destacado papel en la financiación tanto de las instituciones financieras como de las sociedades no financieras [Mullineaux y Roten (2002)].

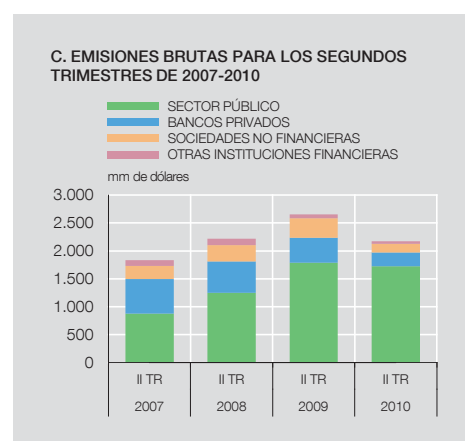
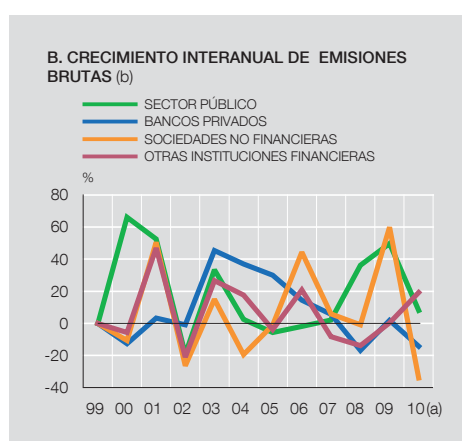
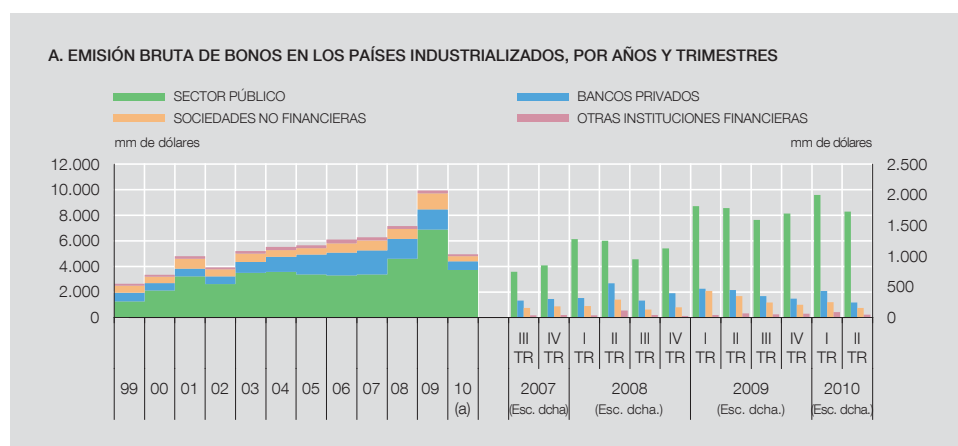


FUENTE: Dealogic.

que se fueron desarrollando en torno a la financiación soberana de algunos países del área del euro. El origen de estas dificultades fue Grecia, que ya experimentó dificultades desde finales de 2009, aunque estas solo se trasladaron de forma significativa a otros países europeos a partir del mes de abril. De este modo, la actividad emisora en el primer trimestre de 2010 no se vio apenas afectada por las turbulencias y, a pesar de que se observó cierta volatilidad en los mercados entre mediados de enero y mediados de febrero, la emisión bruta total de bonos por emisores de los países industrializados ascendió a 2,77 billones de dólares, el mayor nivel de emisión registrado en un trimestre (véase gráfico 1). El clima del mercado mejoró considerablemente en marzo, cuando la preocupación por Grecia quedó en un segundo plano transitoriamente, y las buenas perspectivas económicas y empresariales globales, así como el apoyo reiterado y prolongado de la política monetaria de Estados Unidos a la recuperación, constituyeron soportes importantes para los mercados financieros.

Este panorama cambió completamente a partir de mediados de abril, cuando el riesgo de crédito soberano de determinados países europeos y sus posibles efectos sobre la situación financiera de los sistemas bancarios en Europa se convirtieron en un motivo de creciente preocupación, contribuyendo a un acusado incremento de la aversión al riesgo y de la volatilidad prácticamente en todos los segmentos del mercado. En mayo, estas tensiones se agudizaron y se focalizaron en aquellos países del área del euro que eran percibidos como más vulnerables, si bien también se propagaron con notable intensidad a escala internacional, culminando con el cierre de importantes mercados emisores. En consecuencia, la emisión internacional bruta de bonos se redujo significativamente, hasta los 2,17 billones de dólares en el conjunto del segundo trimestre, cifra que representa un 22% menos que en el trimestre anterior y un 18% menos que en el segundo trimestre de 2009 (véase gráfico 1). Esta reducción se concentró en la actividad de los emisores privados de todo el mundo (véase más adelante), especialmente en la zona del euro, donde el volumen de bonos emitidos fue casi la mitad de la emisión registrada en el trimestre anterior y en el mismo trimestre de 2009.

El impacto de las turbulencias asociadas a la deuda soberana europea sobre la actividad emisora fue diferente en los distintos sectores de los países industrializados (véase gráfico 2.A). Así, la emisión bruta de bonos por el sector público siguió siendo muy intensa en el primer semestre de 2010, especialmente en el primer trimestre, cuando alcanzó el volumen trimestral de emisión más elevado de su historia, rozando los 2 billones de dólares. En términos interanuales, la emisión bruta de bonos gubernamentales continuó creciendo, si bien a un ritmo



FUENTE: Dealogic.

a. Datos de 2010, hasta el 30 de junio.

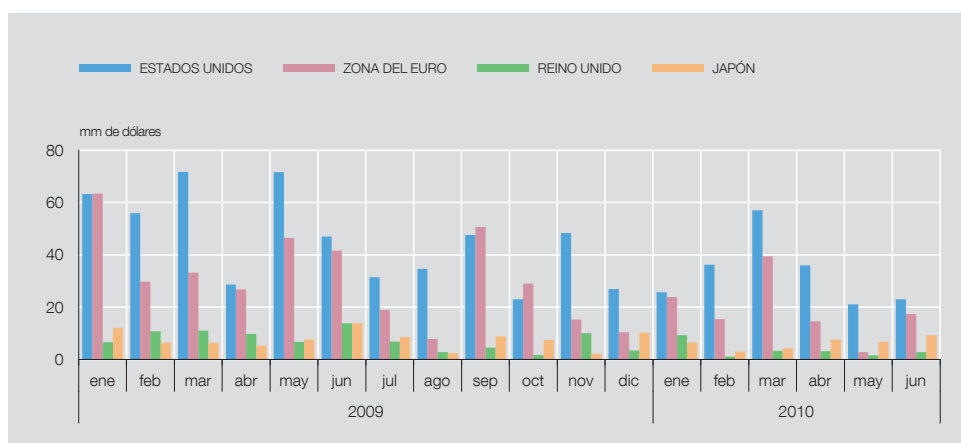
b. Datos para 2010, anualizados.

notablemente menor que el registrado en 2008 y 2009 (véase gráfico 2.B) La elevada oferta de deuda soberana refleja la respuesta acomodaticia de la política fiscal ante la crisis financiera y el descenso de los ingresos públicos relacionado con el profundo ajuste económico; por su parte, la demanda de deuda pública se vio reforzada por la preferencia de los inversores por activos más seguros, en un contexto de persistente incertidumbre.

Por lo que respecta a la actividad emisora del sector privado, esta mantuvo un notable dinamismo en el primer trimestre de 2010, mientras que en el segundo trimestre se vio muy afectada por las tensiones en los mercados europeos. El impacto de las turbulencias relacionadas con la deuda soberana europea se reflejó también en un número sin precedentes de cancelaciones y de aplazamientos de emisiones. Así, la emisión de las sociedades no financieras registró una caída del 55% respecto al mismo período del año anterior (véase el gráfico 2.C) y el volumen de emisión por parte del sector bancario se redujo en un 46%, registrando el nivel más reducido desde el cuarto trimestre de 2003. La debilidad de la actividad emisora en el segundo trimestre hizo que en el conjunto del primer semestre de 2010 la emisión bruta de bonos del sector privado en los países industrializados fuera un 33% más baja que en el mismo período del año anterior. No obstante, la emisión total de bonos en el segundo trimestre de 2010 fue solo un 18% inferior a la registrada en el segundo trimestre de 2009, debido al mantenimiento de la fuerte actividad emisora del sector público, analizada anteriormente.

EMISIÓN BRUTA MENSUAL DE BONOS POR LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

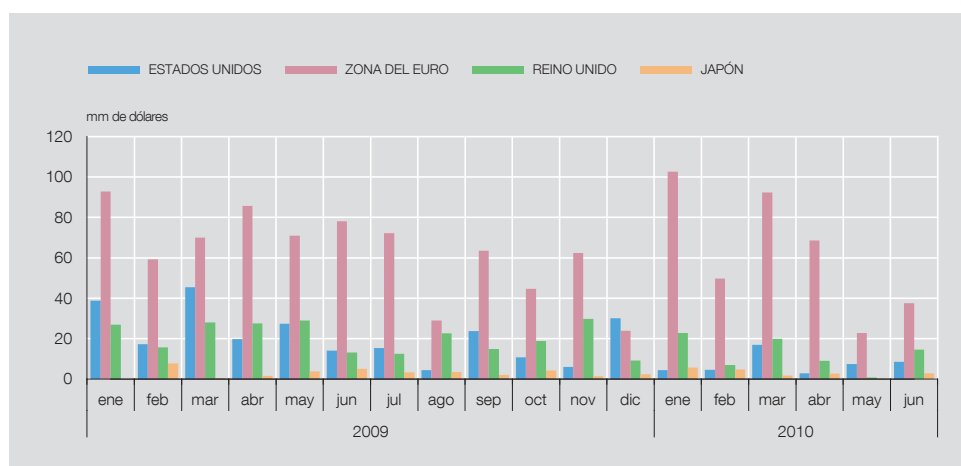
GRÁFICO 3



FUENTE: Dealogic.

EMISIÓN BRUTA MENSUAL DE BONOS POR EL SECTOR BANCARIO, PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

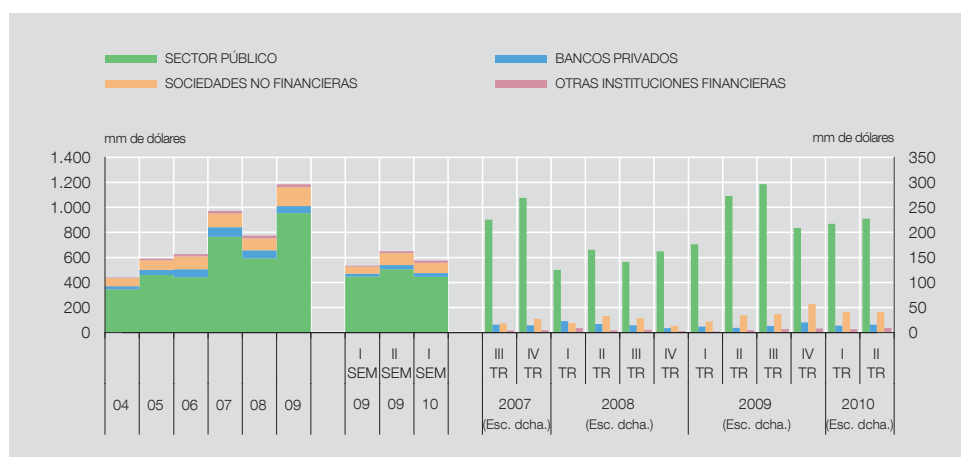
GRÁFICO 4



FUENTE: Dealogic.

Para abordar el análisis regional de las emisiones, es conveniente contemplar su desagregación mensual y por sectores. Como se observa en el gráfico 3, la emisión bruta de las sociedades no financieras en Estados Unidos y en la zona del euro fue intensa en marzo, cuando las condiciones de emisión se vieron favorecidas por una mejora en el clima del mercado. No obstante, el sentimiento cambió de forma radical en abril y mayo. En ese último mes, la emisión bruta de las sociedades no financieras fue prácticamente inexistente en la zona del euro, cifrándose solo en 3 mm de dólares, y fue la más baja desde septiembre de 2008 en Estados Unidos. En el sector bancario se observó un patrón bastante similar, registrándose un mínimo histórico en la emisión bruta de bonos en mayo, en la zona del euro, mientras que en el Reino Unido y en Japón la actividad emisora por parte de los bancos fue muy limitada en ese mismo mes (véase gráfico 4). Con la vuelta a una situación de relativa calma en los mercados financieros internacionales a finales del segundo trimestre, la emisión bruta de bonos se recuperó ligeramente en junio, tanto en el sector de sociedades no financieras como en el sector bancario, en un entorno aún marcado, en cualquier caso, por un alto grado de incertidumbre.

La gran debilidad de la emisión bruta del sector privado —tanto de las sociedades no financieras como de los bancos— en la segunda quincena de abril y en mayo se debió tanto a



FUENTE: Dealogic.

factores de oferta como de demanda. En general, los emisores potenciales de bonos no estuvieron dispuestos a pagar las rentabilidades tan elevadas que demandaban los inversores, prefiriendo posponer las emisiones en la medida de lo posible. Al mismo tiempo, y a consecuencia de los acusados incrementos de la volatilidad y de la aversión al riesgo provocados por el aumento de los riesgos políticos, económicos y para el sistema bancario en Europa, y por los efectos de contagio en todo el mundo, la demanda de bonos bancarios y de valores de renta fija privada se redujo considerablemente. Además, la percepción de los inversores internacionales de que existían dificultades para articular una respuesta coordinada en Europa a los desafíos generados por la crisis griega minó la confianza de los mercados y cerró de manera efectiva los mercados primarios de deuda, especialmente en Europa, y particularmente en mayo.

Por lo que respecta a las economías emergentes, el volumen bruto de emisiones siguió siendo elevado en el primer semestre de 2010 (véase gráfico 5). En el primer trimestre, la emisión bruta total fue de 281 mm de dólares, un 32% más que en el mismo período del año anterior, y de 294 mm de dólares en el segundo trimestre, únicamente un 9% menos que en el mismo trimestre de 2009, lo que resulta destacable. Así pues, en general, las turbulencias financieras en Europa solo incidieron de forma moderada en la actividad emisora de los países emergentes. Aunque el volumen de bonos emitidos por estas economías se redujo en mayo, mes en que las turbulencias alcanzaron su punto álgido, el fortísimo volumen de emisión observado en abril hizo que la emisión total correspondiente al segundo trimestre siguiera siendo elevada. En cuanto a los distintos emisores, el sector público continuó emitiendo volúmenes considerables de bonos en el primer semestre de 2010, aunque en el primer trimestre la emisión bruta de bonos fue un 23% más elevada que en el mismo período del año anterior, mientras que en el segundo trimestre se redujo un 17%. Esta reducción cabe atribuirla a la situación relativamente favorable de las finanzas públicas en la mayoría de las economías emergentes, al aumento de los costes de financiación en el segundo trimestre, debido a los efectos de contagio de las turbulencias registradas en la deuda soberana europea, y al volumen particularmente elevado que habían alcanzado las emisiones en el segundo trimestre de 2009.

Al mismo tiempo, la actividad emisora de las sociedades no financieras de las economías emergentes fue muy intensa en la primera mitad de este año, con aumentos del 83% y del 21% en el primer y segundo trimestres, respectivamente, en relación con los mismos períodos del año anterior. La emisión de las sociedades no financieras de las economías emergentes se

vio respaldada por la fuerte demanda de fondos de inversión de renta fija privada en todo el mundo, en su búsqueda de mayores rentabilidades. Lo que es más importante, en muchas economías emergentes, los mercados de obligaciones de empresa se han desarrollado notablemente, ya que dichas economías han logrado un cierto grado de estabilidad macroeconómica y considerables avances en sus marcos institucionales, incluidas la regulación financiera y la gobernanza de las empresas [FMI (2005)]. En definitiva, durante el período reciente, y de modo muy acusado en el último trimestre, el atractivo de las emisiones de las economías emergentes se ha fortalecido en relación con las economías desarrolladas.

**Actividad en segmentos
específicos
de los mercados
internacionales de bonos:
bonos de alto riesgo
y bonos garantizados**

En el contexto de la crisis financiera y la recuperación posterior de los mercados de bonos, es interesante detenerse por un momento en algunos segmentos de mercados específicos, donde se han producido cambios estructurales importantes: el mercado de alto riesgo y el de bonos garantizados.

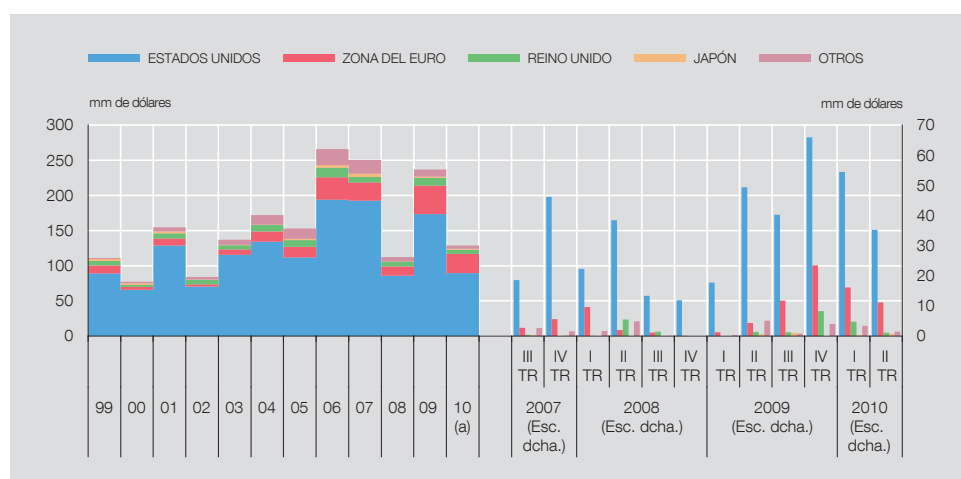
Un segmento fundamental de los mercados internacionales es el mercado de bonos de alto riesgo, conocidos informalmente como *bonos basura*, que emiten las empresas menos solventes. Estos bonos tienen una calificación crediticia inferior al grado de inversión, es decir, por debajo de la calificación BBB de Standard & Poor's y de Fitch's Investors Service, y de Baa de Moody's Investors Service. En una situación de endurecimiento de las condiciones de crédito y desapalancamiento de las entidades de crédito, estas empresas —para las que la percepción de riesgo es mayor— pueden ver limitado su acceso al crédito bancario, por lo que el mercado de bonos de alto riesgo constituye una alternativa atractiva para financiar sus operaciones.

Efectivamente, la emisión de bonos de alto riesgo en los países industrializados ha experimentado una fuerte recuperación en el último año, tras contraerse notablemente en los trimestres posteriores a la quiebra de Lehman Brothers. En el primer trimestre de 2010 mantuvo su vigor y, de hecho, registró un máximo histórico para un primer trimestre (véase gráfico 6), favorecida por el dinamismo de la actividad emisora no solo en Estados Unidos, sino también en la zona del euro y en el Reino Unido. Entre los factores que contribuyeron a esta evolución hay que mencionar unos costes de financiación relativamente atractivos, la mejora de las expectativas de beneficios, unas tasas de impago de los bonos de alto riesgo menores de lo esperado, y una sólida demanda por parte de los inversores. En el segundo trimestre de 2010, sin embargo, los niveles de emisión también se vieron afectados por la agudización de las tensiones de la deuda soberana europea y su propagación a otras regiones. De hecho, la emisión fue la más baja de los cinco últimos años, lo que refleja el aumento de la aversión a invertir en estos bonos relativamente arriesgados, por el lado de la demanda, y el acusado incremento de los costes de financiación, por el lado de la oferta. La emisión de bonos de alto riesgo fue especialmente reducida en mayo, de forma que en el conjunto de los países industrializados se situó aproximadamente un 70% por debajo de su nivel de un año antes.

Otro segmento del mercado de bonos relevante, tanto por su importancia en Europa como por su incipiente expansión a otros países, es el de bonos garantizados (*covered bonds*). En la última década, estos valores de renta fija se han convertido en uno de los principales instrumentos de financiación de las instituciones financieras europeas, sobre todo de las entidades de crédito. Los bonos garantizados están respaldados por un conjunto especial de activos de garantía, que incluye principalmente hipotecas o préstamos al sector público, respecto del que los inversores tienen derecho de prelación en caso de impago [Packer et ál. (2007)]. Su principal diferencia con los bonos de titulización de activos (ABS) o con las titulaciones es que los activos de garantía o activos subyacentes de los bonos garantizados se mantienen, por lo general, en el balance de las entidades, aunque se identifican como pertenecientes al

EMISIÓN BRUTA DE BONOS DE ALTO RIESGO EN LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS, POR REGIÓN

GRÁFICO 6



FUENTE: Dealogic.

a. Datos de 2010, hasta el 30 de junio.

EMISIÓN INTERNACIONAL BRUTA DE BONOS GARANTIZADOS, POR REGIÓN

CUADRO 1

mm de dólares	ALEMANIA	ESPAÑA	FRANCIA	RESTO DE ZONA DEL EURO	REINO UNIDO	OTROS PAÍSES (a)	TOTAL
2008 I TR	30,3	20,1	16,2	20,6	5,3	17,1	109,7
2008 II TR	39,8	24,8	15,3	19,2	41,6	22,4	163,1
2008 III TR	36,5	4,2	4,0	14,8	50,8	11,6	122,1
2008 IV TR	28,0	18,1	10,4	17,1	73,1	4,2	150,9
2009 I TR	26,9	10,4	10,2	8,3	8,3	9,2	73,2
2009 II TR	42,9	14,3	16,6	14,5	7,2	8,2	103,7
2009 III TR	28,7	19,6	18,4	18,8	10,6	21,9	118,0
2009 IV TR	19,6	8,8	8,3	16,4	2,6	12,7	68,2
2010 I TR	27,2	18,3	25,0	26,7	10,6	29,4	137,1
2010 II TR	15,2	3,1	23,4	22,7	4,3	23,9	92,6

FUENTE: Dealogic.

a. Otros países incluye a Australia, Canadá, República Checa, Dinamarca, Hungría, Noruega, Corea del Sur, Suecia, Suiza y Estados Unidos.

conjunto de activos de cobertura, mientras que los activos que garantizan los ABS se sacan del balance y se colocan en sociedades instrumentales (SPV) [Van Rixtel y Criado (2010)]. Además, al contrario que los ABS, los bonos garantizados ofrecen la denominada protección de «recurso pleno» o *full recourse*, que significa que, si un conjunto de activos de garantía subyacentes es insuficiente para cubrir esos bonos, los inversores tienen un derecho sin garantías frente a la entidad de crédito que los emitió, lo que implica una mayor protección para los inversores en caso de que el banco no atienda a sus obligaciones de pago [Moody's (2010)]. Por lo tanto, los bonos garantizados suelen recibir las mejores calificaciones crediticias y los inversores los consideran una alternativa a la deuda pública para conseguir una rentabilidad elevada.

En el primer semestre de 2010, la emisión internacional bruta de bonos garantizados fue de 230 mm de dólares, el segundo volumen más elevado emitido nunca en el primer semestre de un año (véase cuadro 1). La actividad en el mercado de bonos garantizados languideció a principios de 2009, pero recibió un respaldo importante con el programa de adquisiciones de

bonos garantizados del BCE, que se inició en mayo de ese año, por un importe nominal de 60 mm de euros, y concluyó a finales de junio de 2010, tras haber cumplido plenamente su objetivo. De manera similar a lo ocurrido en otros segmentos del mercado de bonos, la actividad emisora se concentró en el primer trimestre de 2010, mientras que en el segundo trimestre se vio significativamente afectada por las turbulencias asociadas a los problemas de refinanciación y sostenibilidad de la deuda griega y su posible propagación a otros países europeos periféricos. Así, en los países de la zona del euro la emisión de bonos garantizados en el segundo trimestre de 2010 fue de solo 64 mm de dólares, un 27% menos que el volumen emitido en el mismo trimestre del año anterior, cuando se puso en marcha el programa de adquisiciones de bonos garantizados del BCE. En concreto, en mayo de 2010 la actividad emisora en la zona del euro se situó en 12 mm de dólares, el volumen más bajo de los nueve últimos años para un mes de mayo, concentrándose además en algunos países concretos, como Francia y Alemania. En el conjunto del primer semestre de 2010, la emisión de bonos garantizados en la zona del euro representó únicamente el 70% de las emisiones a escala mundial, en comparación con una media del 86% en los diez últimos años, período en el que destaca el incremento en la emisión de bonos garantizados en países como Reino Unido, Noruega o Canadá.

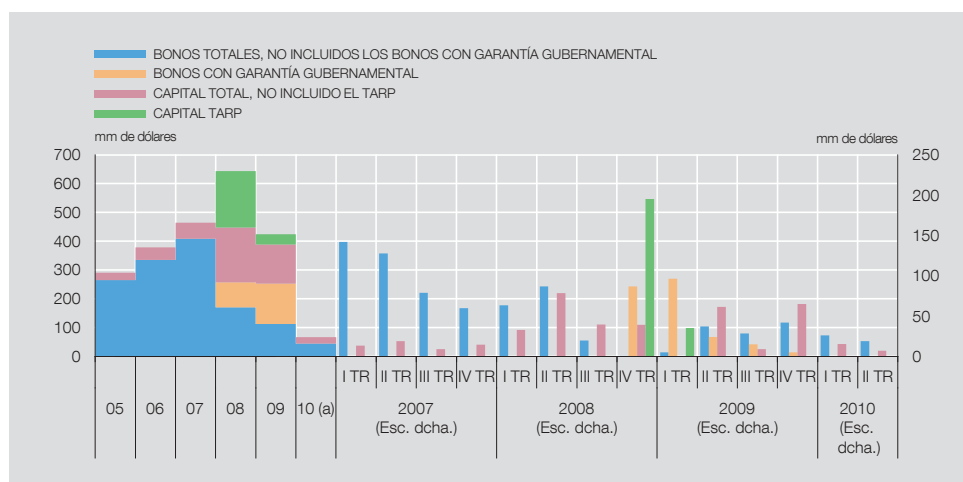
**La importancia
de la financiación
mediante bonos
para el sector bancario**

En esta sección se ofrece una visión general de la financiación obtenida por los bancos en Estados Unidos y en la zona del euro mediante emisiones en mercados de valores (véanse gráficos 7 y 8). Se incluyen aquí los bonos emitidos en el marco de programas públicos de emisión garantizada, que se introdujeron en varios países a raíz de la intensificación de la crisis financiera posterior a la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008. Asimismo, se ha incluido en los gráficos el volumen de capital obtenido vía acciones, con apoyo y sin apoyo público. Como puede observarse, en Estados Unidos los bancos recibieron importantes inyecciones de capital a través del Programa de Ayuda para Activos Problemáticos, conocido como TARP (*Troubled Asset Relief Program*), financiado por el Gobierno, mientras que, en Europa, el apoyo con capital público fue mucho más limitado. En términos relativos, la financiación obtenida en los últimos años mediante la emisión de bonos ha sido mucho más importante para los bancos de la zona del euro que para los de Estados Unidos; para estos últimos, la fuente de financiación más destacada han sido las acciones.

El volumen de bonos emitidos por los bancos de Estados Unidos en el primer semestre de 2010 fue relativamente reducido, tanto en el primer trimestre como en el segundo, cifrándose en un total de 45 mm de dólares (véase gráfico 7). En el primer trimestre, estas emisiones se vieron afectadas por diversas iniciativas anunciadas por la Administración Obama en materia de regulación, siendo la más importante la «regla Volcker», lo que se tradujo en un aumento de la incertidumbre sobre la estructura futura de la banca estadounidense. La «regla Volcker», denominada así por Paul Volcker, antiguo presidente de la Reserva Federal y actual asesor de la Administración Obama, propone limitar el campo de acción de los bancos y contemplaba el establecimiento de importantes restricciones a determinadas actividades de riesgo, como la negociación por cuenta propia no relacionada con la prestación de servicios a los clientes, o incluso su prohibición. Asimismo, se proponía limitar el tamaño de los bancos y la concentración del sector, imponiendo mayores restricciones a la cuota de mercado de los bancos más grandes. Estas propuestas tuvieron implicaciones profundas para la financiación de los bancos estadounidenses, al cuestionar el modelo de negocio de muchos de ellos y su necesidad de obtener determinados volúmenes de financiación. En el mes de mayo, la intensificación de las turbulencias asociadas con la deuda soberana europea afectó también a la emisión de bonos por parte de los bancos estadounidenses (véase también el gráfico 4), dado que las tenencias de deuda pública en el balance de muchos bancos son considerables y que, además, estas entidades suelen depender de los mercados mayoristas de financiación para financiar sus

FINANCIACIÓN DE MERCADO Y EMISIÓN DE BONOS POR PARTE DEL SECTOR BANCARIO DE ESTADOS UNIDOS

GRÁFICO 7

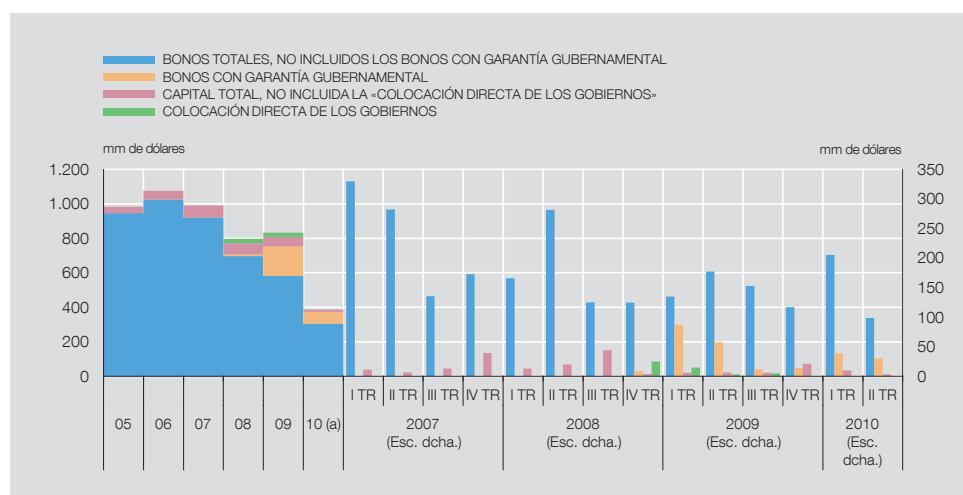


FUENTE: Dealogic.

a. Datos de 2010, hasta el 30 de junio.

FINANCIACIÓN DE MERCADO Y EMISIÓN DE BONOS POR PARTE DEL SECTOR BANCARIO DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 8

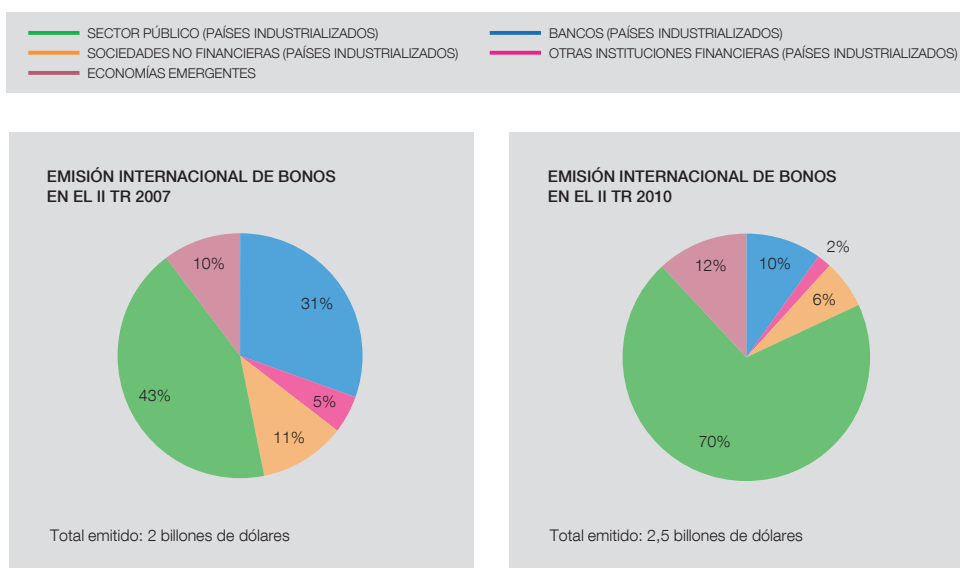


FUENTE: Dealogic

a. Datos de 2010, hasta el 30 de junio.

operaciones. Esta inquietud se vio reflejada en la rápida ampliación de los diferenciales en los mercados monetarios interbancarios.

En lo que respecta a la zona del euro, la emisión bruta de bonos por parte del sector bancario, incluidas las emisiones garantizadas por los Gobiernos, fue relativamente intensa en el primer semestre de 2010 (374 mm de dólares), concentrándose sobre todo en el primer trimestre (véase gráfico 8). En el segundo trimestre la actividad emisora se redujo hasta situarse en mínimos históricos, especialmente en mayo (véase también el gráfico 4), afectada por factores de oferta y demanda mencionados con anterioridad. Las tensiones de la deuda soberana afectaron intensamente al sector bancario, por las elevadas tenencias de bonos del sector público por parte de muchos bancos. La inquietud provocada por estas exposiciones llevó al incremento de las tensiones en los mercados interbancarios, donde aumentó notablemente la percepción de riesgo de contrapartida.



FUENTE: Dealogic.

Configuración de los mercados internacionales de bonos

Para entender mejor los cambios estructurales acaecidos en los patrones de emisión, en el gráfico 9 se presentan las cuotas de los distintos sectores de los países industrializados y la cuota agregada de los país emergentes en la emisión internacional de bonos, y se comparan los resultados correspondientes al segundo trimestre de 2010 —los más recientes de que se dispone— con los del segundo trimestre de 2007, previo a la crisis, cuando las emisiones eran un 21% menores. El cambio más llamativo es el considerable incremento observado en la cuota de emisión del sector público de los países industrializados, que pasó del 44% al 70%, y que se ha visto compensado por un descenso sustancial de la cuota de emisión de los bancos (del 30% al 10%) y de las sociedades no financieras (del 11% al 6%). Este cambio refleja, principalmente, las implicaciones de la crisis financiera registrada entre 2007 y 2009 sobre los patrones de emisión, asociadas al deterioro de las finanzas públicas y al proceso de desapalancamiento del sector bancario, y, en menor medida, el impacto de las turbulencias observadas en la deuda soberana europea sobre las emisiones de las entidades bancarias y de las sociedades no financieras, en el segundo trimestre de 2010. La cuota total de los países emergentes en la emisión bruta internacional de bonos se incrementó desde un 10%, en el segundo trimestre de 2007, hasta un 12%, en el segundo trimestre de 2010. Esto fue debido al incremento de la emisión por parte del sector público, mientras que la emisión de las sociedades no financieras se mantuvo constante.

Conclusiones

En el presente artículo se pone de manifiesto cómo a lo largo del primer semestre de 2010 las emisiones en los mercados internacionales de bonos mostraron dos patrones bien diferenciados. En los tres primeros meses se mantuvieron las pautas observadas en 2009, en un contexto de recuperación en la mayoría de los segmentos, en algunos de los cuales se alcanzaron volúmenes de emisión sin precedentes. En ese período, la situación de las finanzas públicas en Grecia ya era preocupante, pero aún no había impactado de modo significativo en los mercados europeos de deuda soberana. Sin embargo, desde mediados de abril, la generalización y la intensificación de las turbulencias observadas en la deuda soberana europea se tradujeron en un acusado deterioro de las condiciones de emisión en la mayoría de las economías, tanto en las industrializadas como también en las emergentes. Estas turbulencias afectaron específicamente a los emisores del sector privado, tanto instituciones financieras como sociedades no

financieras. En conjunto, el volumen total de la emisión bruta de bonos por parte de los países industrializados y emergentes se situó en torno a 5,52 billones de dólares en el primer semestre de 2010, lo que supone una reducción del 7% con respecto al volumen emitido en el mismo período del año anterior. La emisión bruta total de las sociedades no financieras disminuyó en mayor medida (un 42%), debido a la caída de la actividad emisora de estas sociedades en los países industrializados. Por otra parte, la emisión total de los bancos a escala mundial registró un considerable descenso, del 25%, atribuible nuevamente al sustancial retroceso de la emisión en los países industrializados. Si se consideran conjuntamente los países industrializados y los emergentes, el único sector en que aumentó la emisión en el primer semestre de 2010 con respecto al año anterior (un 3%) fue el sector público.

La normalización de las condiciones de emisión para el sector privado, tanto para las sociedades no financieras como para las instituciones financieras, constituye un paso muy importante para restablecer la financiación a los hogares y a las empresas, y dar soporte a la recuperación de la actividad económica. Conviene destacar, asimismo, el creciente protagonismo de la deuda pública, especialmente la de los países industrializados, en los mercados internacionales y sus implicaciones futuras. El intenso y persistente salto en las necesidades de financiación por parte del sector público de las economías avanzadas se une a una gran necesidad de refinanciación del sector bancario y a un esperado incremento de las necesidades de financiación de las sociedades no financieras en los próximos años. En este contexto, cabe esperar una mayor competencia por los fondos en los mercados internacionales de bonos, sobre todo a medida que el proceso de recuperación económica se consolide, que podría llevar a unos costes de financiación más altos para todos los tipos de emisores y, en caso de que estas tensiones fueran lo suficientemente severas, a un deterioro de las condiciones de financiación internacionales.

Un aspecto positivo es el aumento de las emisiones de bonos en las economías emergentes, en particular el dinamismo del mercado de sociedades no financieras. Esta evolución demuestra que el sector privado de estos países cuenta con una confianza creciente por parte no solo de los inversores locales, sino también de la comunidad inversora internacional. De hecho, la resistencia de las economías emergentes ante la crisis y el hecho de que su epicentro se haya localizado en los sistemas financieros —y, posteriormente, en los sectores públicos— de los países desarrollados han producido una mejora relativa de las perspectivas de las economías emergentes respecto a las desarrolladas. Este cambio puede tener profundas consecuencias estructurales sobre los mercados de bonos globales y, en cualquier caso, supone una ampliación de las fuentes de financiación disponibles para las empresas de los países emergentes, que puede ser valiosa para fomentar el crecimiento económico de estos países en el futuro.

23.7.2010.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2008). *Covered Bonds in the EU Financial System*, 17 de diciembre.
- (2010). *Informe Mensual sobre el Programa de Bonos Garantizados (covered bonds) del Eurosistema*, abril y mayo.
- EUROPEAN COVERED BOND COUNCIL (2009). *European Covered Bond Fact Book*, septiembre.
- FABOZZI, F. J. (2008a). «Bond: Investment Features and Risks», en F. J. Fabozzi (ed.), *Handbook of Finance*, volumen 1, *Financial Markets and Instruments*, Hoboken, Nueva Jersey, John Wiley & Sons, pp. 207-220.
- (2008b). «Corporate Fixed Income Securities», en F. J. Fabozzi (ed.), *Handbook of Finance*, volumen 1, *Financial Markets and Instruments*, Hoboken, Nueva Jersey, John Wiley & Sons, pp. 259-269.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2005). «Development of Corporate Bond Markets in Emerging Market Countries», *Global Financial Stability Report*, septiembre, pp. 103-141.
- MOODY'S (2010). «Structured Finance in Focus: A Short Guide to Covered Bonds», *Global Structured Finance*.
- MULLINEAUX, D. J., y I. C. ROTEN (2002). «Liquidity, Labels and Medium-Term Notes», *Financial Markets, Institutions & Instruments*, vol. 11 (5), pp. 445-467.

- PACKER, F., R. STEVER y C. UPPER (2007). «The Covered Bond Market», *BIS Quarterly Review*, septiembre, pp. 43-55.
- RESERVA FEDERAL (2002). «About Corporate Medium-Term Notes», *Federal Reserve Statistical Release*, 12 de agosto.
- VAN RIXTEL, A., y S. CRIADO (2010). «The Contribution of Structured Finance to the Financial Crisis: An Introductory Overview», en R. W. Kolb (ed.), *Lessons from the Financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future*, Hoboken, Nueva Jersey, John Wiley & Sons, pp. 239-246.
- VAN RIXTEL, A., y L. ROMO GONZÁLEZ (2009). «Los mercados internacionales de deuda tras la crisis financiera», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España, pp. 95-113.