

Los autores de este artículo son Rebeca Anguren Martín, Adrian van Rixtel y Luna Romo González, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

Los mercados internacionales de deuda desempeñan un papel fundamental en la financiación de los sectores público y privado de todo el mundo. Además de la emisión de acciones y de la generación de recursos interna, la deuda constituye una de las principales fuentes de financiación de las sociedades no financieras y es una fuente de fondos crucial para el sector bancario que opera globalmente. Los agentes pueden endeudarse a través de intermediarios financieros, como los bancos, lo que da lugar a lo que se denomina «financiación indirecta», o acudiendo a los mercados financieros, en forma de financiación directa [Bê Duc *et al.* (2005)]. Por lo que se refiere a este último tipo de financiación, hay un gran número de instrumentos de renta fija a disposición de los posibles prestatarios, como, por ejemplo, bonos a medio y largo plazo¹, o pagarés de empresa a corto plazo. Además, durante las últimas décadas, los mercados internacionales de deuda se han multiplicado con la aparición de mercados de financiación estructurada, que incluyen los mercados de titulizaciones [Van Rixtel y Romo González (2009); Van Rixtel y Criado (2010)]. Por ello, los mercados internacionales de deuda ofrecen una paleta muy diferenciada y diversificada de opciones de financiación a medida, para que las sociedades, los hogares y el sector público financien sus gastos.

La situación de estos mercados se vio severamente afectada por la crisis financiera global de 2007-2009, cuando la actividad emisora en los mercados internacionales de capitales se redujo bruscamente y los bancos se embarcaron en un proceso de desapalancamiento de sus balances. Por ejemplo, en 2009 la emisión de bonos por parte de sociedades no financieras alcanzó máximos históricos, para compensar el declive de la financiación a través de préstamos bancarios. Más recientemente, durante los años 2010 y 2011, la crisis de la deuda soberana europea produjo importantes efectos de contagio en los mercados internacionales de deuda, especialmente durante los distintos episodios de mayores tensiones, como los de abril-mayo y noviembre-diciembre de 2010, así como en el verano y en el otoño de 2011.

Este artículo analiza la evolución reciente de los mercados internacionales de deuda, comparando su actividad en 2011 con los años anteriores y prestando especial atención al impacto de la intensificación de la crisis de la deuda soberana europea. En primer lugar, se examina la actividad emisora en los mercados internacionales de bonos, tanto por jurisdicción como por tipo de emisor. En segundo lugar, se analiza con más detalle la emisión de deuda por parte del sector bancario y se compara con otras fuentes de financiación utilizadas por los bancos que operan globalmente. Se prestará especial atención al creciente segmento de bonos garantizados (*covered bonds*, en su denominación anglosajona), que se ha convertido en una fuente de financiación fundamental para los bancos a raíz de la crisis de la deuda soberana europea. Además, en el recuadro 1 se examina el recurso al sistema bancario en la sombra de Estados Unidos, en particular a los fondos del mercado monetario *prime* de ese país, como fuente de financiación del

¹ Normalmente, se consideran bonos los valores de renta fija emitidos con vencimiento inicial superior a un año; por motivos prácticos, en este artículo la actividad emisora en el importante mercado de notas a medio plazo, cuyos vencimientos pueden oscilar entre menos de un año y treinta años o más, se incluye también en las emisiones internacionales de bonos [véase Van Rixtel y Romo González (2010)].

sector bancario europeo. Por último, en cuanto a la financiación indirecta, el artículo analiza los mercados internacionales de préstamos sindicados, que se desarrollaron con rapidez antes de la crisis financiera de 2007-2009 y cuyo importante papel en los mercados mundiales de deuda se ha restablecido en los últimos años. No se tratan, sin embargo, otras fuentes de financiación indirecta ni los mercados de financiación estructurada, que todavía deben recuperarse del acusado declive experimentado durante la crisis financiera global.

Del análisis realizado en el artículo, se concluye que las emisiones de bonos fueron elevadas en el conjunto de 2011, aunque se produjo un comportamiento heterogéneo a lo largo del año: en la primera mitad destacó la fortaleza de las emisiones, que fue seguida de una notable debilidad en la segunda parte, debido al impacto negativo de la crisis del euro, sobre todo en Europa. Este comportamiento diferenciado a lo largo del año se pudo observar en segmentos importantes del mercado, como el de bonos de alto riesgo y el de bonos garantizados. Por otra parte, la crisis de deuda soberana europea afectó principalmente a la emisión de bonos del sector bancario, pero también tuvo su impacto sobre las sociedades no financieras de la zona del euro. En determinados momentos, la crisis contagió a los mercados de emisión del sector bancario y de las sociedades no financieras de fuera de la zona del euro. Por último, la actividad en los mercados internacionales de préstamos sindicados se incrementó notablemente en el año 2011, especialmente para los prestatarios estadounidenses.

Principales características de las emisiones internacionales de bonos durante 2011

En esta sección se analiza, primero, la evolución de las emisiones de bonos de los países industrializados, distinguiendo entre sectores y por región de emisión; en segundo lugar, se repasan las emisiones en países emergentes y, por último, se hace un análisis de la evolución en el segmento de bonos de alto riesgo.

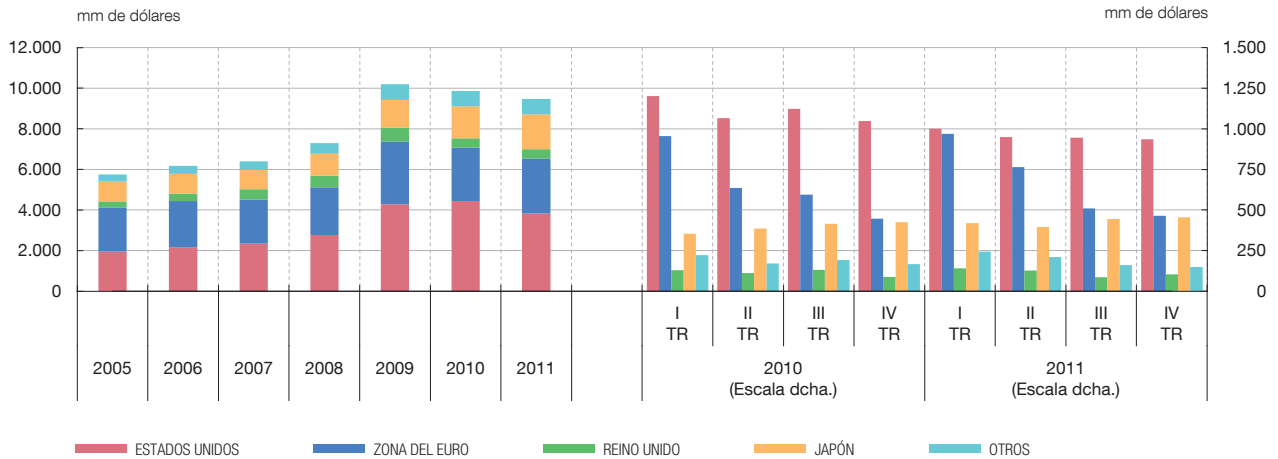
LIGERAMENTE MÁS DÉBILES EN LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

En 2011, la emisión bruta total de bonos por emisores de los países industrializados ascendió a 9,47 billones de dólares, un 4 % por debajo del total emitido en 2010 (véase gráfico 1). Esta moderada reducción es atribuible, en gran medida, al ligero descenso de las emisiones en Estados Unidos, donde el sector público emitió, aproximadamente, 500 mm de dólares menos que el año anterior. Por el contrario, en la zona del euro y en Japón las emisiones de bonos del sector público fueron más elevadas: concretamente, en Japón, el incremento anual fue cercano al 10 %. En conjunto, la emisión bruta de deuda pública en los principales países industrializados fue de 6,72 billones de dólares en 2011, un 3 % por debajo del récord histórico de emisiones que se alcanzó en 2010 (véase gráfico 2). En cuanto a otros sectores, los bancos redujeron su emisión de bonos en 2011 hasta los 1,62 billones de dólares, aproximadamente un 9 % menos que en 2010 y el volumen más bajo emitido desde 2003. Esta caída estuvo condicionada por el proceso de desapalancamiento y ajuste de los balances bancarios que está en marcha desde el inicio de la crisis financiera global, y fue más pronunciada en Estados Unidos (-18 %), el Reino Unido (-14 %) o Japón (-11 %) que en la zona del euro, donde, a pesar de la intensificación de la crisis soberana y de los graves efectos contagio hacia el sector bancario, las emisiones de bonos por parte de los bancos se redujeron solamente un 3 %. Las instituciones financieras no bancarias también redujeron sus emisiones de bonos en 2011, con respecto a 2010, en un 23 % (52 mm de dólares), lo que supone el volumen anual de emisión más bajo desde 2002 (véase gráfico 2).

El único sector en el que aumentó la actividad emisora de bonos en 2011, en los países industrializados, fue el de las sociedades no financieras, cuyas emisiones ascendieron a casi 960 mm de dólares, un 3 % por encima de 2010. El incremento fue especialmente

EMISIÓN BRUTA DE BONOS EN LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS, POR PAÍS/REGIÓN (a)

GRÁFICO 1

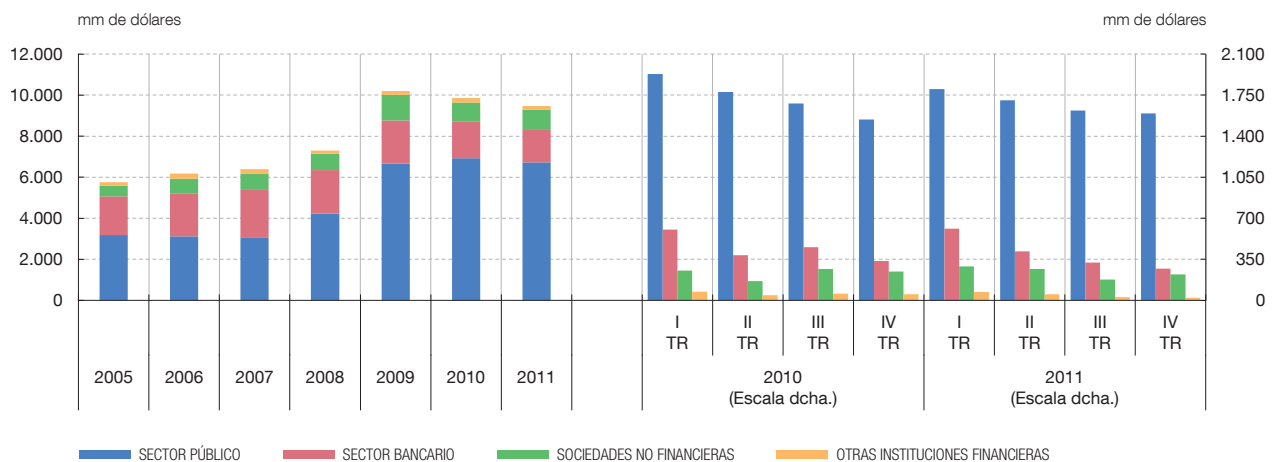


FUENTE: Dealogic.

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

EMISIÓN BRUTA DE BONOS EN LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS, POR SECTOR EMISOR (a)

GRÁFICO 2

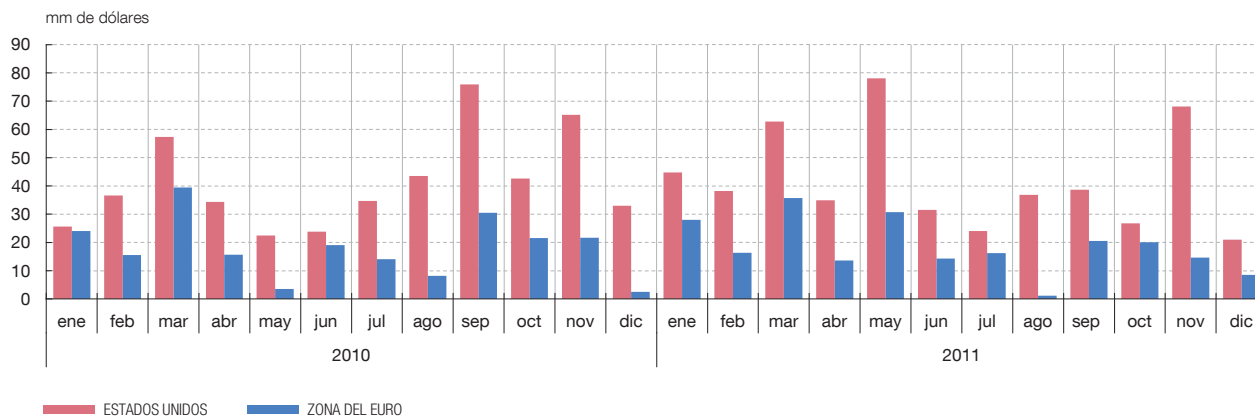


FUENTE: Dealogic.

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

acusado en el Reino Unido (+20%), mientras que en Japón las emisiones retrocedieron un 10%. En el Reino Unido, el vigoroso crecimiento de las emisiones de bonos de sociedades no financieras podría estar relacionado con las dificultades para el acceso al crédito bancario en ese país, en el contexto de los sustanciales procesos de ajuste de sus balances que está llevando a cabo el sector bancario británico.

A lo largo de 2011, las emisiones de bonos en países desarrollados se debilitaron notablemente y, tras un primer semestre con una intensa actividad emisora, el nivel de la actividad durante los dos últimos trimestres fue el más bajo de los últimos años —con 4,25 billones de dólares—, con la excepción del segundo semestre de 2008, cuando la quiebra de Lehman Brothers paralizó los mercados internacionales de deuda. Esta tendencia se observó



FUENTE: Dealogic.

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

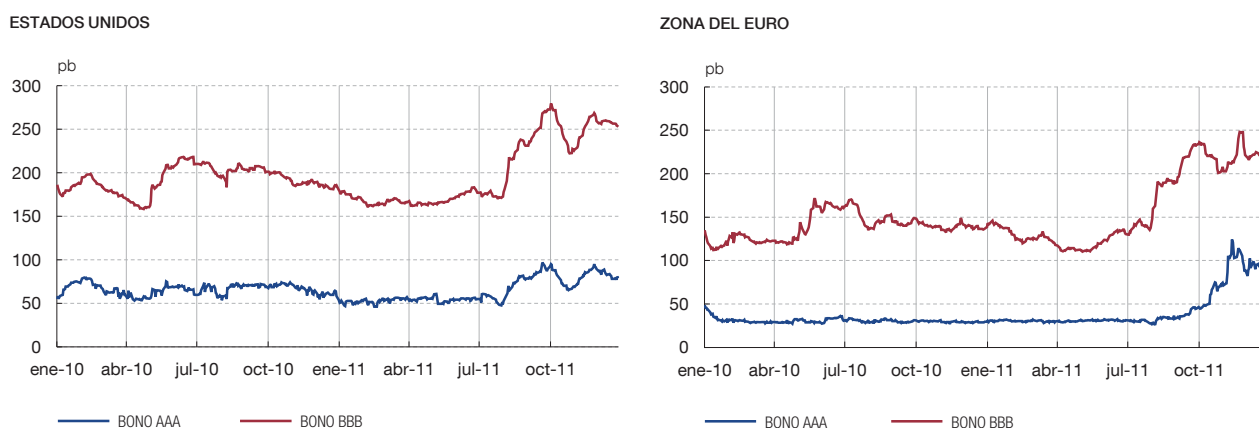
en casi todos los sectores emisores, pero sobre todo en el del sector bancario² y en otras instituciones financieras, seguidas de las sociedades no financieras.

DÉBIL ACTIVIDAD EMISORA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS EN EL SEGUNDO SEMESTRE DE 2011

En el primer semestre de 2011, las sociedades no financieras de los países industrializados emitieron 556 mm de dólares en valores de renta fija a medio y largo plazo, un 33 % más que en el mismo período de 2010, siendo la segunda emisión más elevada tras el máximo histórico registrado en el primer semestre de 2009. Este patrón cambió radicalmente en el segundo semestre, cuando se emitió un 28 % menos en bonos de sociedades no financieras que en el primer semestre del año y un 22 % menos que en el segundo semestre de 2010. La caída fue especialmente pronunciada en la zona del euro, donde el volumen de emisión de las sociedades no financieras cayó hasta los 81 mm de dólares en el segundo semestre de 2011, un 42 % por debajo de las emisiones registradas en el primer semestre y aproximadamente un 20 % menos que en la segunda mitad de 2010. El volumen de emisión fue especialmente reducido en el tercer trimestre, 39 mm de dólares, y, en particular, en agosto, con una exigua cifra de 1 mm de dólares, mientras que, en septiembre, las condiciones de emisión tampoco volvieron totalmente a la normalidad, ni siquiera en el caso de las grandes empresas (véase gráfico 3). En Estados Unidos, las emisiones de sector de las sociedades no financieras también fueron relativamente modestas en el segundo semestre (215 mm de dólares), con caídas del 26 % y del 27 % sobre el primer semestre de 2011 y el segundo de 2010, respectivamente.

El descenso en la actividad emisora bruta de las sociedades no financieras durante el segundo semestre de 2011 puede deberse a varios factores. En primer lugar, la crisis de la deuda soberana europea empeoró rápidamente durante el verano, con un impacto significativo en las condiciones de emisión existentes en los mercados internacionales de bonos, especialmente en Europa, aunque también se propagó a otras regiones, incluido Estados Unidos. Las tensiones empezaron a aumentar especialmente en julio, a medida que la deuda soberana italiana, en particular, se veía sometida a presiones crecientes. Cuando las medidas acordadas en la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro celebrada el 21 de julio no tuvieron como resultado el restablecimiento de la confianza de los mercados, la situación

² Las emisiones bancarias de Estados Unidos y de la zona del euro se analizan de forma exhaustiva en una sección posterior.

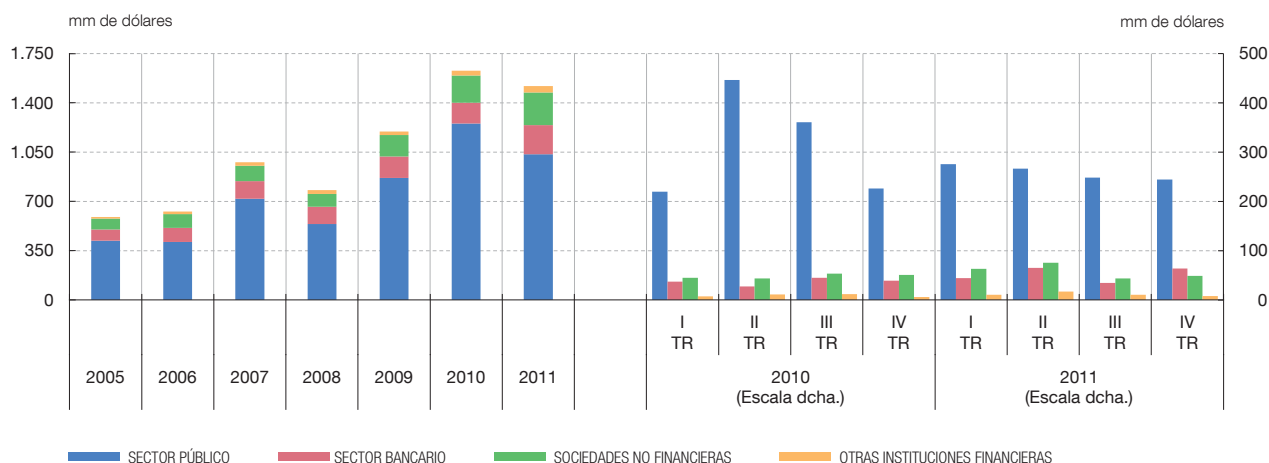


FUENTES: JP Morgan y Datastream.

se deterioró con rapidez, obligando al BCE a que, el 7 de agosto, anunciara la reactivación de su Programa para los Mercados de Valores e iniciara la compra de deuda pública italiana y española. Pese a esta medida sin precedentes, el apetito de los inversores por el riesgo siguió siendo inexistente, dada la elevada volatilidad que persistía en los mercados y la creciente inquietud sobre la propagación al sector bancario europeo. Adicionalmente al impacto de la crisis de deuda soberana en Europa, la preocupación en otros países en torno a la deuda soberana reforzó este impacto a escala global, como muestran los debates altamente politizados sobre el techo de deuda pública en Estados Unidos y la posterior rebaja de su calificación soberana a AA+ por parte de Standard & Poor's, a primeros de agosto. El mal estado de las finanzas públicas en todo el mundo se puso de manifiesto con más intensidad después de que Moody's rebajara un escalón la calificación de la deuda soberana de Japón en agosto. En definitiva, la amenaza creíble de una situación insostenible de las finanzas públicas a largo plazo en las principales economías industrializadas empezó a afectar de forma creciente a los mercados financieros internacionales y a la comunidad internacional de inversores.

En segundo lugar, desde principios del verano la preocupación acerca de la fortaleza de la recuperación económica mundial se intensificó y, aunque se concentró en las economías industrializadas, empezó a propagarse también a las economías emergentes, en algunas de las cuales existían indicios de sobrecalentamiento, por ejemplo, en China. En este contexto de elevada incertidumbre sobre la evolución macroeconómica, reforzada por la continua incertidumbre política sobre la manera en que se abordarían los desequilibrios fiscales en las principales economías del mundo, el apetito por el riesgo en los mercados financieros se vio afectado de forma significativa, intensificando aún más el temor sobre las perspectivas económicas mundiales [Banco de Pagos Internacionales (2011)].

En esta situación de extrema turbulencia en los mercados financieros que caracterizó la mayor parte del tercer trimestre de 2011, los diferenciales de la renta fija privada se ampliaron considerablemente, sobre todo en el caso de los bonos emitidos por empresas con calificación inferior al grado de inversión o de «alto riesgo», que son especialmente sensibles a cambios en el clima de los mercados (véase gráfico 4). La menguada actividad emisora en los mercados de renta fija privada en el segundo semestre de 2011, en general, y en el tercer trimestre, en particular, parece indicar que la mayoría de los emisores potenciales no estaban dispuestos a pagar las primas tan elevadas exigidas para acceder a la financiación en estos mercados. Ello explicaría, en parte, el brusco descenso observado



FUENTE: Dealogic.

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

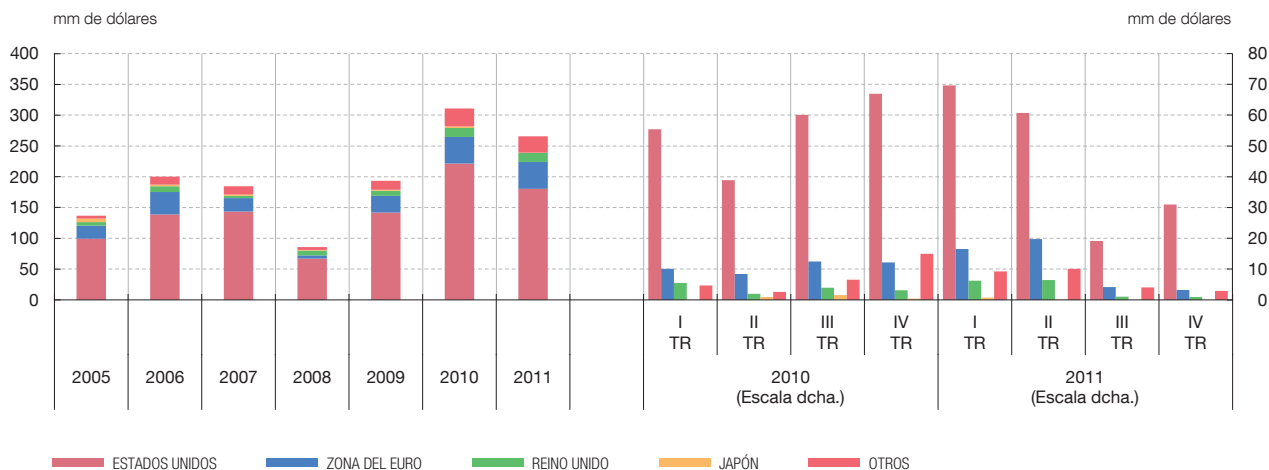
en las fusiones y adquisiciones en el tercer trimestre de 2011, a escala mundial y especialmente en Europa [Standard & Poor's (2011a)]. Además, en medio del aumento significativo de la aversión al riesgo, la demanda de valores de renta fija privada por parte de los inversores se redujo sustancialmente, como ponen de manifiesto, por ejemplo, las importantes salidas de los fondos de inversión especializados en crédito empresarial, especialmente con calificación inferior al grado de inversión. Las pocas emisiones que se produjeron en el mercado tuvieron como motivo principal la refinanciación.

LA EMISIÓN DE BONOS EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES SIGUIÓ SIENDO INTENSA EN 2011

En 2011, la emisión bruta total de bonos en las economías emergentes siguió siendo intensa: 1,52 billones de dólares, aunque un 7 % por debajo del máximo histórico anual registrado en 2010 (véase gráfico 5). Lo que es más importante, el volumen bruto de bonos emitidos por emisores del sector privado de las economías emergentes, tanto financieros³ como no financieros, registró un nuevo máximo anual de 484 mm de dólares, un 29 % por encima del máximo de 2010. De hecho, la emisión del sector privado aumentó en todas las regiones consideradas, salvo en África, los países de la Comunidad de Estados Independientes (antiguas repúblicas soviéticas) y en América Latina. Por lo tanto, el ligero descenso observado en la emisión total de bonos en las economías emergentes en 2011 cabe atribuirlo a la caída en la emisión de deuda soberana, que fue generalizada, excepto en los países de la Comunidad de Estados Independientes.

En términos anuales, las emisiones de deuda de las economías emergentes resistieron bastante bien las turbulencias asociadas a la crisis de la deuda soberana europea y la inestabilidad política del Norte de África y Oriente Medio. En consecuencia, el total de flujos netos acumulados en los fondos de inversión especializados en deuda de las economías emergentes fue positivo a finales de año, aunque su ritmo fue menor que en 2010. Por otra parte, el número total de emisores de bonos de economías emergentes se incrementó significativamente, y la emisión de los denominados bonos de «alto riesgo» (véase más adelante) alcanzó un máximo histórico en el primer semestre de 2011, lo que podría reflejar un mayor apetito por el riesgo. En general, el fuerte crecimiento registrado en la

³ Aunque los emisores financieros se refieren, principalmente, a los bancos privados, también se incluyen algunos bancos públicos.



FUENTE: Dealogic.

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

emisión de bonos de emergentes se basó en unos sólidos fundamentos macroeconómicos y empresariales, unas perspectivas de crecimiento económico mejores, en general, que las de los países desarrollados, y mejores perfiles crediticios.

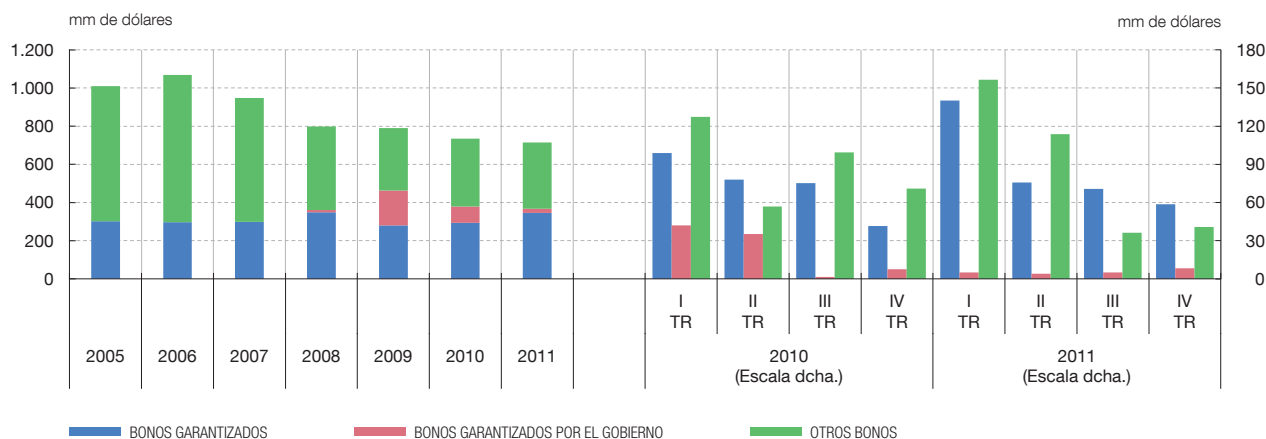
Pese a todo ello, la actividad emisora de bonos en las economías emergentes no fue inmune a la crisis de la deuda soberana europea, al temor a que se redujera el crecimiento mundial y, a la inquietud sobre un posible aterrizaje duro de China. De hecho, en el tercer trimestre de 2011 los flujos netos a emergentes fueron negativos (particularmente al final del período) y las emisiones de bonos en las economías emergentes se redujeron significativamente, en un contexto de fuerte caída del apetito por el riesgo en los mercados financieros mundiales. Las emisiones mejoraron en el último trimestre, sobre todo en varios países de Oriente Medio, pero la emisión bruta de bonos de las economías emergentes en los mercados internacionales siguió siendo débil desde una perspectiva histórica.

INTENSA ACTIVIDAD EMISORA DE BONOS DE ALTO RIESGO ESPECIALMENTE EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2011

Un segmento que ha ganado importancia en los mercados internacionales tras la crisis es el mercado de bonos de alto riesgo⁴. En situaciones de endurecimiento de las condiciones de crédito y desapalancamiento de las entidades bancarias, estas empresas, para las que la percepción de riesgo es mayor, ven limitado su acceso al crédito bancario, por lo que el mercado de bonos de alto riesgo constituye una alternativa atractiva para financiar sus operaciones.

La emisión bruta de bonos de alto riesgo en los países industrializados durante 2011 ascendió a 266 mm de dólares, el segundo volumen más elevado emitido nunca, aunque un 14 % por debajo del máximo histórico alcanzado en 2010 (véase gráfico 6). El dinamismo de la actividad emisora se concentró en el primer semestre, en el que se emitió el 75 % del volumen total del año. La actividad emisora cayó fuertemente en el segundo semestre, en el contexto ya señalado de deterioro de la crisis de la deuda soberana europea, que afectó gravemente al apetito por el riesgo, y de preocupación creciente acerca

⁴ Los bonos de alto riesgo, conocidos informalmente como «bonos basura», son emitidos por 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.



FUENTE: Dealogic.

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

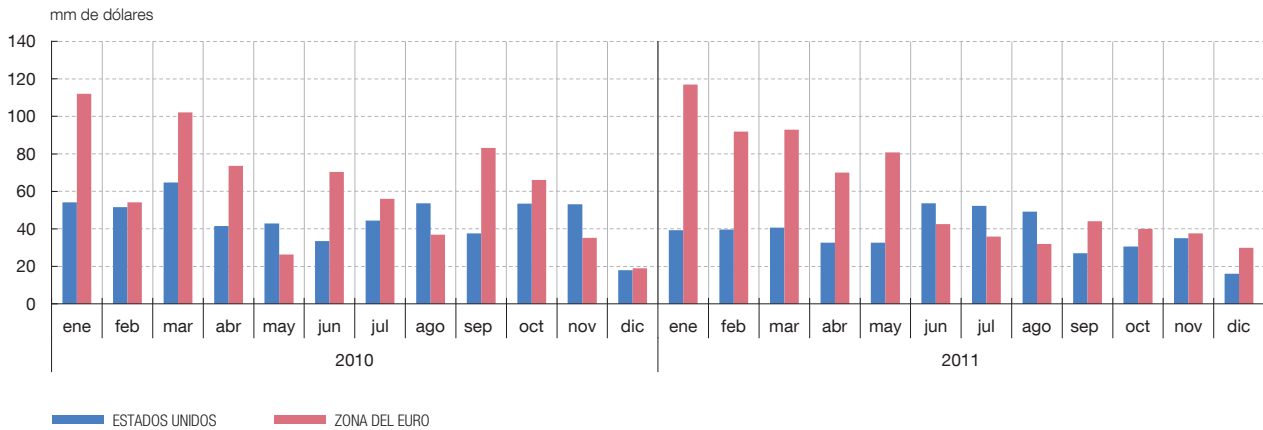
de las perspectivas económicas mundiales. La caída de la demanda de valores de renta fija privada de alto riesgo por parte de los inversores se reflejó en importantes salidas netas de los fondos de inversión especializados en este tipo de deuda. Los mercados primarios de bonos de alto riesgo se mantuvieron abiertos de manera selectiva para algunos de los emisores más conocidos entre la base inversora existente, mientras que el grueso de los emisores potenciales no pudieron acceder a estos mercados [Fitch Ratings (2011b)]. El descenso en el volumen bruto de bonos emitidos en el segundo semestre fue especialmente acusado en la zona del euro, donde solo se emitieron 7 mm de dólares, un 17 % del total anual. De hecho, en agosto y en diciembre, estos mercados quedaron prácticamente paralizados, cifrándose la emisión bruta cada mes a menos de 100 millones de dólares. Sin embargo, en el conjunto del año, y gracias a la fortaleza de la actividad en el primer semestre, el volumen total de emisiones en la zona del euro se situó ligeramente por encima del de 2010, alcanzando un nuevo máximo anual. Los mercados de bonos de alto riesgo de Estados Unidos también se vieron muy afectados por el empeoramiento de las condiciones de emisión en el segundo semestre de 2011, con emisiones por valor de 50 mm de dólares, por debajo de las cantidades emitidas en cada uno de los dos primeros trimestres del año.

Evolución de las emisiones de bonos de las entidades bancarias

En este epígrafe, se analizan la estructura y el desarrollo de la financiación vía bonos por parte de las entidades bancarias, tanto estadounidenses como europeas, en 2011. Asimismo, se presenta un análisis detallado de la evolución de los mercados de bonos garantizados, que experimentaron un crecimiento destacable durante el último año.

IMPACTO DE LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA EUROPEA SOBRE LA FINANCIACIÓN BANCARIA VÍA BONOS

La financiación mediante bonos tiene gran importancia para los sectores bancarios en los países desarrollados, como se desprende del volumen de financiación obtenida por esta vía por los bancos de Estados Unidos y de la zona del euro (véanse gráficos 7 a 10). Estas emisiones incluyen los bonos emitidos en el marco de programas públicos de emisión garantizada, que se introdujeron en varios países a raíz de la crisis financiera posterior a la quiebra de Lehman Brothers. Las emisiones de bonos garantizados por los Gobiernos han constituido una importante fuente de financiación a largo plazo para los bancos, y, en general, la valoración global de los distintos programas introducidos ha sido positiva [Levy y Schich (2010)].

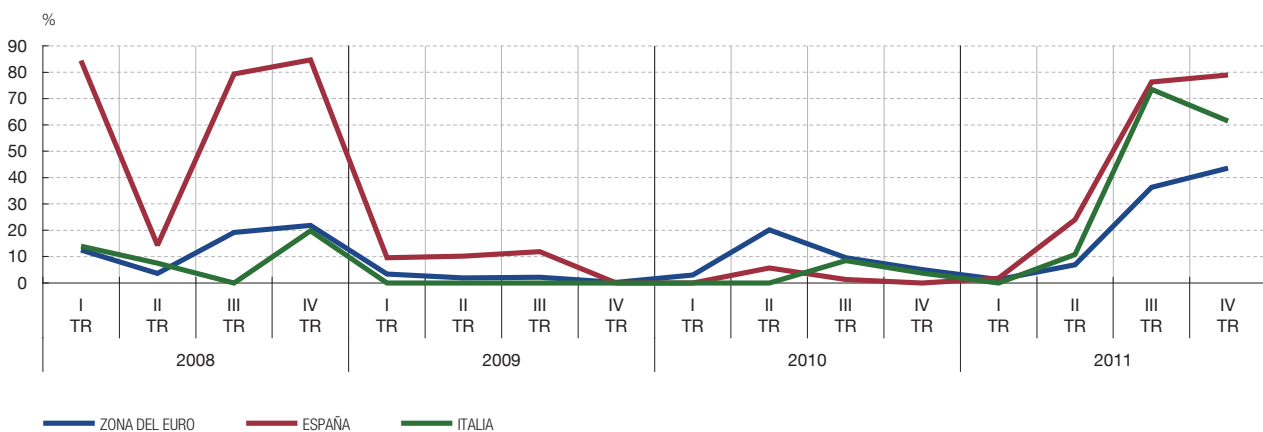


FUENTE: Dealogic.

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

BONOS RETENIDOS EMITIDOS POR EL SECTOR BANCARIO DE LA ZONA DEL EURO (a)

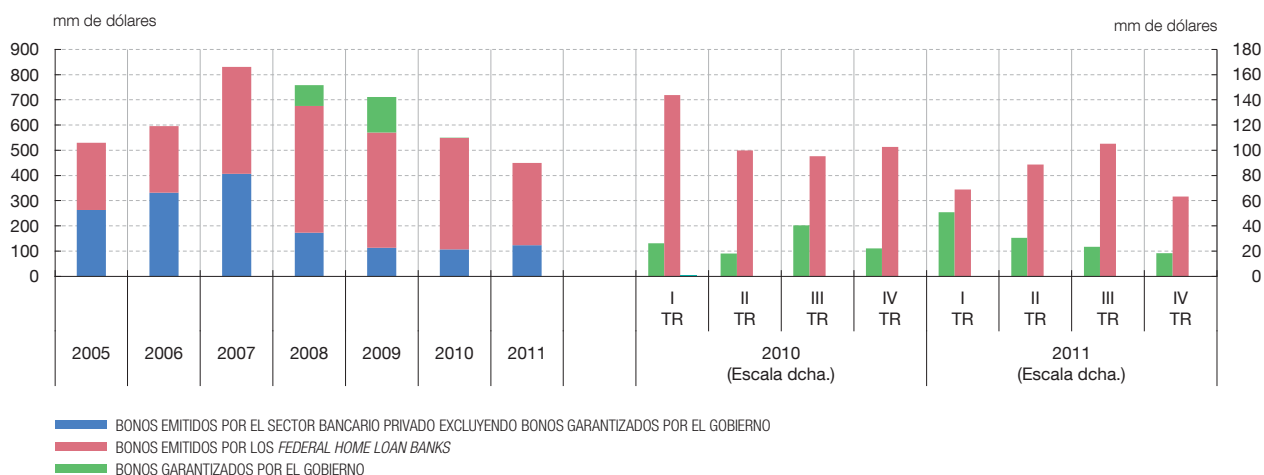
GRÁFICO 9



FUENTE: Dealogic.

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

Tal como se ha mencionado anteriormente, en 2011 el patrón de la actividad emisora del sector bancario se caracterizó por el contraste entre una primera mitad de año de actividad emisora muy intensa y una segunda mitad con una actividad muy débil. En el primer trimestre, la emisión bruta de bonos registró uno de los volúmenes trimestrales más elevados de los que se tiene constancia, especialmente en el caso de los bancos de la zona del euro, pero también de los bancos privados de Estados Unidos. En gran medida, este máximo fue consecuencia de una normalización de las condiciones de emisión y, por tanto, de una recuperación de los volúmenes brutos, tras las turbulencias de los mercados de noviembre y diciembre de 2010, cuando el episodio de deterioro de la deuda soberana se propagó a los mercados de financiación bancaria. Existen varios canales de contagio entre la deuda soberana y la financiación bancaria, que han sido profusamente documentados [Blundell-Wignall y Slovik (2011); Romo González y Van Rixtel (2011); Comité sobre el Sistema Financiero Global (2011a); Mody y Sandri (2011); Standard & Poor's (2011b); Banco Central Europeo (2011)]. Entre ellos, los balances de muchas entidades bancarias incorporan



FUENTE: Dealogic.

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

importes significativos de deuda soberana nacional, y es fácil que estas grandes exposiciones generen pérdidas por valoración cuando el rendimiento de la deuda soberana sube de forma pronunciada. Además, la deuda soberana sirve de garantía en diversas operaciones financieras, como las operaciones de liquidez con los bancos centrales, las operaciones *repo* privadas y las operaciones con derivados financieros. La reducción del valor de los activos de garantía, sujetos a mayores recortes o márgenes aplicados, disminuye efectivamente la capacidad de los bancos para obtener liquidez.

La interrelación existente entre los mercados de deuda soberana y los de financiación bancaria se acentuó al intensificarse las tensiones en el verano de 2011. El sector bancario, especialmente en Europa, pero también en otras áreas, se vio afectado por las crecientes tensiones en los mercados y los diferenciales bancarios aumentaron significativamente, hasta alcanzar niveles no observados desde los episodios más turbulentos de la crisis financiera de 2007-2009. Asimismo, sus cotizaciones cayeron con carácter generalizado, en algunos casos hasta situarse en niveles cercanos a los mínimos registrados en 2009. El rápido deterioro de la crisis de la deuda soberana europea fue afectando cada vez más a los mercados de financiación de las entidades bancarias, planteándoles graves problemas de liquidez. En este contexto, la realización de las pruebas de resistencia por la Autoridad Bancaria Europea (EBA, en sus siglas en inglés), cuyos resultados fueron publicados el 15 de julio, no sirvió para tranquilizar a los mercados financieros.

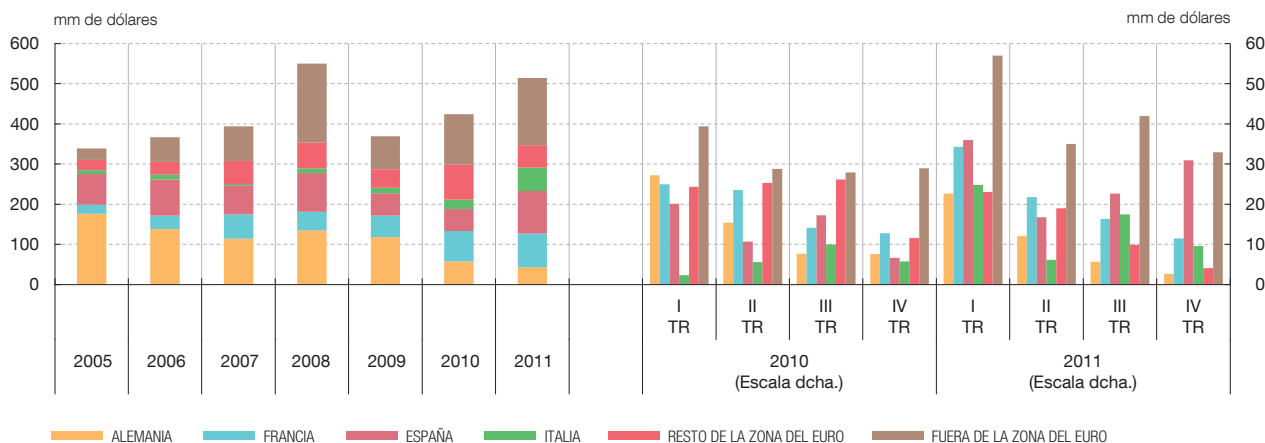
El resultado del acusado deterioro de las condiciones en los mercados fue una caída de la emisión bruta de bonos de los bancos de la zona del euro en el tercer trimestre de 2011, que se cifró en solo 112 mm de dólares, el volumen trimestral de emisión más bajo de al menos los últimos cinco años hasta ese momento (véase gráfico 7). Las emisiones de deuda a largo plazo del sector bancario de la zona del euro fueron escasas entre junio y agosto, y, de hecho, en estos meses se observó un patrón, no muy común, de aumento de las emisiones absolutas por parte de los bancos estadounidenses, en comparación con los de la zona del euro (véase gráfico 8). Los mercados de deuda en la zona del euro, excluyendo los bonos garantizados, quedaron prácticamente paralizados en el tercer trimestre, y solo volvieron a abrirse en septiembre. De hecho, los bonos garantizados se

convirtieron en el principal instrumento de financiación a largo plazo de las entidades bancarias de la zona del euro, como se comenta a continuación. La atonía del tercer trimestre vino seguida por un volumen de emisión similar (108 mm de dólares) en el cuarto trimestre, ya que la preocupación sobre el acceso de los bancos a la financiación no se disipó y, a principios de diciembre, la EBA elevó su estimación de las necesidades de capital adicionales para el sector bancario europeo a casi 115 mm de euros [Autoridad Bancaria Europea (2011)]. En resumen, la emisión bruta de las entidades bancarias de la zona del euro en el segundo semestre fue solo el 31 % de su emisión total en 2011.

El deterioro de las condiciones de los mercados de financiación bancaria a largo plazo también puede apreciarse en el creciente recurso a la emisión de bonos retenidos, que son bonos que no llegan al mercado ni se venden a inversores, sino que los bancos retienen y utilizan, principalmente, como garantía en las operaciones de liquidez con su banco central. En el tercer y cuarto trimestre de 2011, los bancos de la zona del euro retuvieron el 36 % y el 44 % de los bonos emitidos, respectivamente, tasas de retención significativamente más elevadas que las observadas en el segundo trimestre de 2010, cuando el primer *shock* de la crisis de la deuda soberana europea y el plan de rescate a Grecia impactaron en la evolución de los mercados financieros internacionales (véase gráfico 9). Estas altas tasas de retención son indicativas de la creciente importancia de las operaciones de liquidez del BCE para la financiación de los bancos de la zona del euro, en un horizonte cada vez a más largo plazo, como ilustran los 489 mm de euros inyectados en la primera operación de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años llevada a cabo por el BCE en diciembre [Banco Central Europeo (2012)].

Además de causar tensiones en los mercados de financiación a largo plazo de los bancos de la zona del euro, la crisis afectó gravemente a su financiación a corto plazo, como puso de manifiesto la acusada caída de la inversión de los fondos del mercado monetario estadounidenses en deuda a corto plazo emitida por entidades bancarias europeas, no solo de los llamados «países periféricos», sino también de otros países, como Francia, Alemania y el Reino Unido. En el recuadro 1 se presenta un análisis detallado al respecto, dada la importancia de este hecho para la financiación general de los bancos europeos.

En cuanto a la emisión bruta de bonos por los bancos estadounidenses, también sufrieron, en general, los efectos de contagio de la crisis de la deuda soberana europea, especialmente en la segunda mitad de 2011, si bien cabe destacar que dichos efectos se limitaron a los bancos más grandes e internacionales [Fitch Ratings (2011c)]. Además, la actividad emisora de la banca estadounidense también se vio afectada por la incertidumbre derivada del empeoramiento de las perspectivas económicas de Estados Unidos y del debate sobre el techo de la deuda. Los bancos privados de Estados Unidos emitieron bonos por valor de 42 mm de dólares en el conjunto del tercer y cuarto trimestre, en torno al 34 % de sus emisiones totales en 2011 (véase gráfico 10). Cabe subrayar que la mayoría de los bancos estadounidenses mantuvieron una relativa solidez en sus variables fundamentales, con amplios colchones de liquidez, robustas estructuras de financiación y elevados niveles de capital, tras el proceso de saneamiento después de la crisis financiera global de 2007-2009. Además, los efectos de contagio de la crisis de la deuda soberana europea se limitaron a los bancos más grandes e internacionales [Fitch Ratings (2011c)]. Por último, los *federal home loan banks*, bancos públicos que facilitan financiación a los intermediarios financieros que operan en los mercados de préstamos hipotecarios de Estados Unidos y son grandes emisores en los mercados de deuda bancaria a largo plazo, mantuvieron su patrón de emisión, favorecidos por los avales públicos (véase gráfico 10).



FUENTE: Dealogic.

CRECIENTE IMPORTANCIA DE LOS BONOS GARANTIZADOS EN EUROPA Y EN EL RESTO DEL MUNDO

Como se ha señalado, hay una tendencia del sector bancario a recurrir de manera creciente a las emisiones de bonos garantizados (*covered bonds*). Durante la pasada década, los bonos garantizados se convirtieron en uno de los principales instrumentos de financiación de las instituciones financieras europeas, sobre todo del sector bancario⁵. Este destacado papel se ha reforzado en paralelo con el desarrollo de la crisis de la deuda soberana europea, que ha obligado a las entidades europeas a recurrir masivamente a la emisión de este tipo de bonos. Además, el mercado de bonos garantizados ha comenzado a atraer de forma creciente a emisores de otros países, como Canadá.

La emisión internacional bruta de bonos garantizados en 2011 ascendió a 514 mm de dólares, un volumen elevado (véase gráfico 11). No obstante, de manera similar a la tendencia observada en otros segmentos del mercado, esta intensa actividad emisora se concentró en el primer semestre, con un volumen de emisión de 309 mm de dólares. Este patrón fue especialmente pronunciado en la zona del euro, donde el 62 % de las emisiones de bonos correspondientes a 2011 se emitió durante los seis primeros meses del año (141 mm de dólares en el primer trimestre, el volumen trimestral de emisión más elevado del que hay constancia en la zona del euro).

La intensa actividad en el mercado internacional de bonos garantizados registrada en 2011 se debió a varios factores. En primer lugar, tanto los emisores como los inversores se inclinaron de manera creciente por este tipo de bonos, como consecuencia de la propagación de la crisis de la deuda soberana europea a los mercados de financiación bancaria, que generó una mayor aversión al riesgo [Romo González y Van Rixtel (2011)]. Esta tendencia se dio especialmente en los países cuyo acceso a los mercados de financiación mayorista sin garantías estuvo parcial o totalmente cerrado, a causa de los problemas de la deuda soberana. En este contexto, la ampliación de los diferenciales entre los instrumentos de renta fija con garantías y sin garantías observado en el segundo semestre de 2011 hizo que a los bancos les resultara más atractivo obtener financiación mediante la emisión de bonos garantizados.

⁵ Los bonos garantizados están respaldados por un conjunto específico de activos de garantía, principalmente hipotecas o préstamos al sector público, sobre el que los inversores tienen derecho de prelación en caso de impago [Packer *et al.* (2007)]; además, ofrecen la denominada «protección de recurso pleno» o *full recourse*, de forma 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. Esto implica una mayor protección para ellos en caso de que el banco no atienda a sus obligaciones de pago.

Además, los cambios en el entorno regulatorio han hecho de los bonos garantizados un instrumento aún más atractivo para emisores e inversores [Fitch Ratings (2011a)]. Por ejemplo, los bonos garantizados se admiten como activos líquidos en el nuevo acuerdo de Basilea III y recibirán un trato favorable en el nuevo marco regulatorio integral, basado en el riesgo, para el sector europeo de seguros conocido como Solvencia II. Esta regulación reducirá los costes en que incurren las empresas de seguros al invertir en bonos garantizados, ya que se les exige unos requerimientos de capital relativamente reducidos [Comité sobre el Sistema Financiero Global (2011b)]. Por otra parte, los bonos garantizados han sido excluidos de participar en el coste de las reestructuraciones bancarias que pudieran llevarse a cabo en algunos regímenes especiales de resolución introducidos en países concretos y en las propuestas de la Comisión de la UE y del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB). El aumento de la aversión al riesgo en el verano también potenció la demanda de estos bonos frente a los bonos sénior, aunque ha habido mayor preferencia por determinados países y emisores que por otros.

En tercer lugar, la intensa actividad emisora de bonos garantizados observada en 2011, principalmente en el primer semestre, estuvo impulsada por la creciente globalización de este importante segmento del mercado. Ciertamente, los volúmenes de emisión fuera de la zona del euro y de los países nórdicos fueron más elevados que nunca. Las emisiones públicas de bonos garantizados en monedas distintas del euro, como el dólar estadounidense y otras monedas de reserva, aumentaron significativamente y alcanzaron los 85 mm de dólares, lo que supuso un nuevo récord anual. Además, la expansión constante de la emisión de bonos garantizados fuera de la zona del euro se vio favorecida por las nuevas iniciativas que se pusieron en marcha en todo el mundo—Corea del Sur, Australia y Estados Unidos, entre otros países— en 2011, encaminadas a crear marcos legislativos especiales para estos instrumentos de renta fija.

La emisión de bonos garantizados perdió intensidad en el segundo semestre de 2011, y en el último trimestre, en particular, al verse también afectada por la inestabilidad de los mercados financieros ante el recrudecimiento de las tensiones asociadas a la deuda soberana en Europa. Habida cuenta de la estrecha relación existente entre la deuda soberana y los bonos garantizados, en lo que respecta a sus respectivas calificaciones crediticias⁶, los costes de emisión de los bonos garantizados para emisores de diversos países de la zona del euro se vieron considerablemente afectados por los acusados aumentos de los rendimientos de la deuda soberana. No solo los mercados de bonos garantizados de Irlanda, Portugal y Grecia estuvieron cerrados en gran parte o totalmente en 2011, sino que también las emisiones públicas de España e Italia se redujeron sustancialmente en la segunda mitad del año (tras unos volúmenes de emisión relativamente elevados en el primer semestre)⁷. En resumen, las emisiones de estos bonos en la zona del euro cayeron hasta situarse en 59 mm de dólares en el cuarto trimestre de 2011 (véase gráfico 11). En este contexto, y dada la importancia de este segmento de mercado desde el punto de vista de la transmisión de la política monetaria, el BCE introdujo en octubre un segundo programa de bonos garantizados (CBPP2, en sus siglas en inglés) para realizar compras por un importe previsto de 40 mm de euros entre noviembre de 2011 y octubre de 2012.

Mercados internacionales de préstamos sindicados

La actividad en los mercados internacionales de préstamos sindicados se recuperó en 2011 y alcanzó los 4,32 billones de dólares, el volumen más elevado registrado desde

6 Por ejemplo, de forma simultánea a una serie de rebajas de las calificaciones de la deuda soberana en el segundo semestre de 2011, las agencias de calificación recortaron las calificaciones crediticias de las emisiones de bonos garantizados de estas jurisdicciones soberanas.

7 El descenso en la emisión de bonos garantizados en los mercados primarios fue acompañado de un acusado aumento de las emisiones de bonos garantizados retenidos en Italia y España.

Los fondos del mercado monetario de Estados Unidos (FMM) son esenciales para el funcionamiento de los mercados monetarios a corto plazo. Estos fondos agrupan el dinero de un conjunto de inversores individuales, invirtiéndolo en valores de renta fija a corto plazo de elevada liquidez y bajo riesgo; ofrecen un tipo de interés más atractivo que los depósitos a plazo, y se comprometen a mantener el valor liquidativo por participación en una unidad monetaria (dólar, euro u otras monedas), con el fin de garantizar que ningún inversor pierda dinero. El inconveniente de estos fondos es que no se les exige mantener ningún capital que sirva de protección frente a posibles pérdidas, por lo que son vulnerables a retiradas masivas de inversores en épocas de tensiones financieras graves.

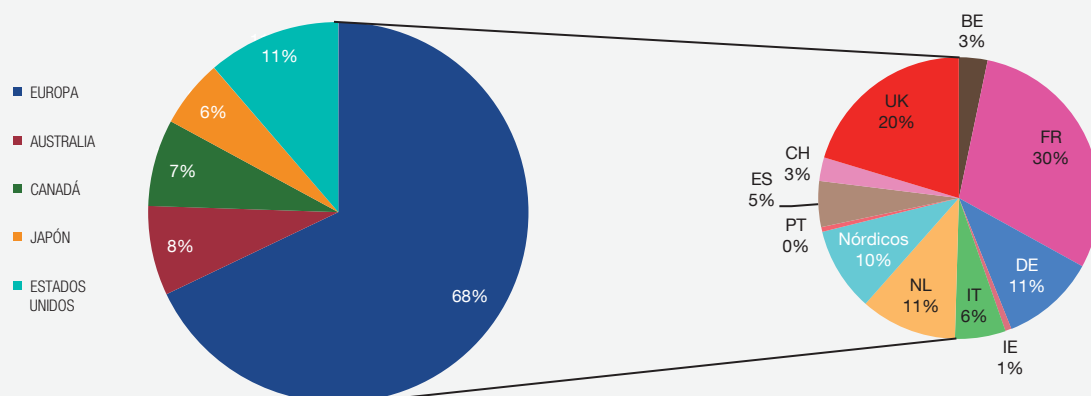
El tamaño total de los FMM de Estados Unidos aumentó con rapidez en la pasada década y los activos bajo gestión de estos fondos sumaban alrededor de 3,9 billones de dólares en su momento

de máximo apogeo, a principios de 2009. Sin embargo, después de la quiebra de Lehman Brothers, experimentaron serias dificultades, cuando uno de los principales fondos del mercado monetario de Estados Unidos (Reserve Primary Fund) «rompió el umbral» o, en otras palabras, su valor liquidativo cayó por debajo de la par, con las consiguientes pérdidas para sus partícipes. Esto dio lugar a retiradas provocadas por el pánico en otros FMM, ya que los inversores temían que estos fondos tampoco pudieran mantener su valor liquidativo en los niveles comprometidos. Las retiradas masivas contribuyeron a las graves perturbaciones en los mercados monetarios estadounidenses, que se propagaron a diversos segmentos del denominado «sistema bancario en la sombra» de Estados Unidos, para el que los FMM son importantes fuentes de financiación. En respuesta a esta situación, el Tesoro estadounidense anunció un programa de garantía temporal y la Reserva Federal creó una facilidad de préstamos y estableció acuerdos temporales de

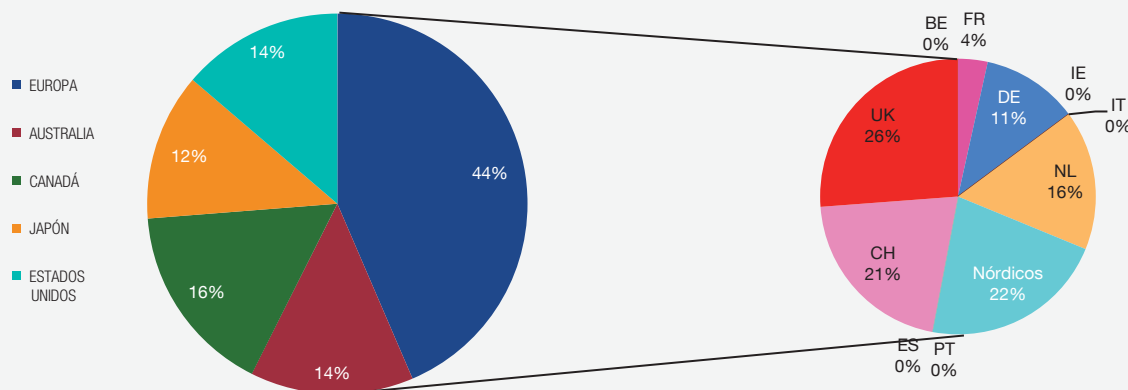
COMPOSICIÓN DE LA EXPOSICIÓN DE LOS FMM ESTADOUNIDENSES AL SECTOR BANCARIO, POR PAÍS (a)

GRÁFICO 1

DICIEMBRE 2009



DICIEMBRE 2011



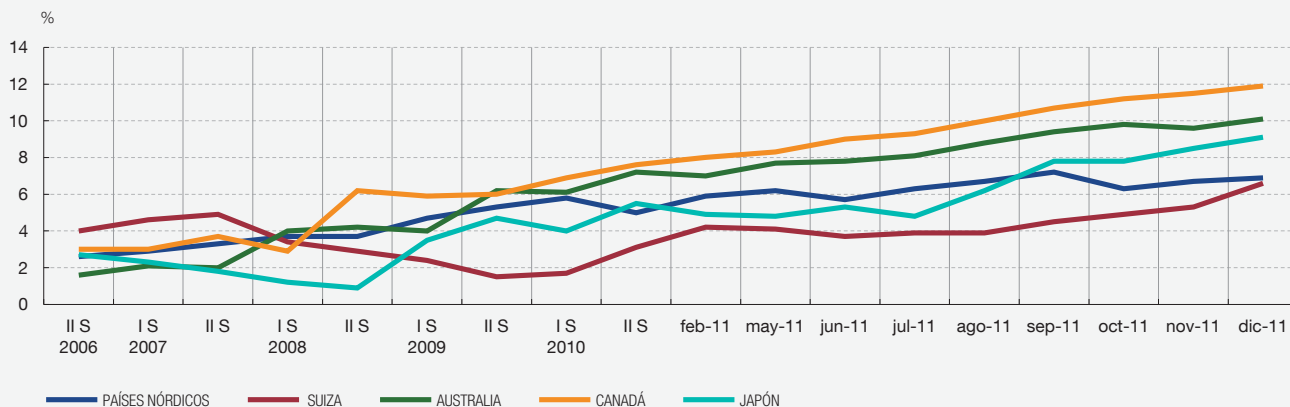
FUENTES: Fitch Ratings y Banco de España.

a Incluye certificados de depósito, pagarés de empresa, *repos* y otros. Los porcentajes que se recogen en este gráfico representan la composición de la exposición al sector bancario de los FMM. Los porcentajes recogidos suman el 100 %.

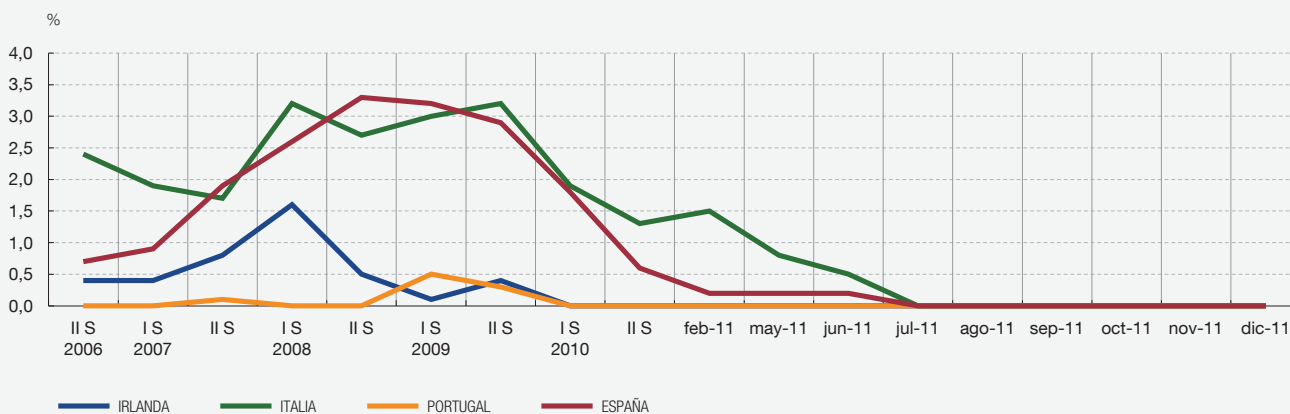
EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LA EXPOSICIÓN FRENTE AL SECTOR BANCARIO (a)

GRÁFICO 2

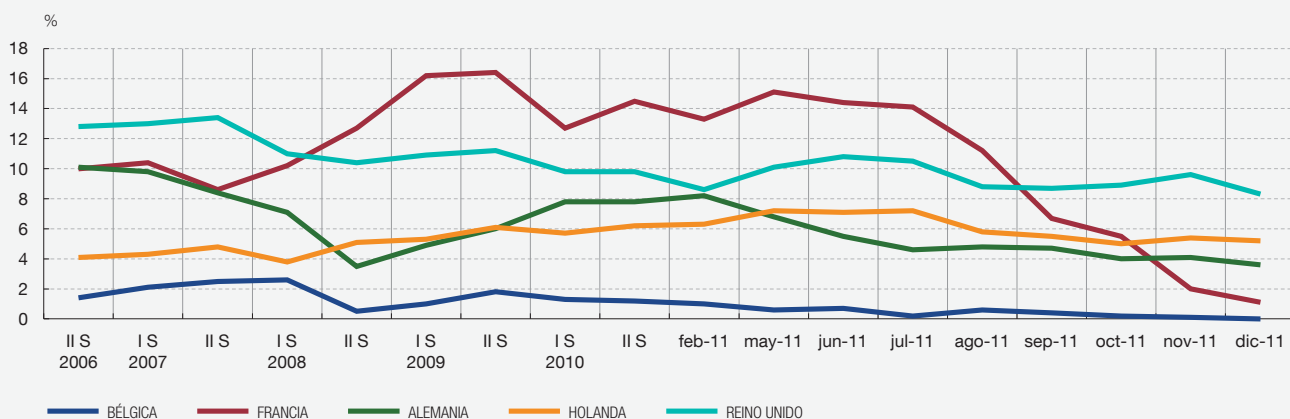
A PAÍSES CON EXPOSICIÓN CRECIENTE



B PAÍSES EUROPEOS PERIFÉRICOS



C OTROS PAÍSES EUROPEOS



FUENTE: Fitch Ratings.

a Incluye certificados de depósito, pagarés de empresa, repos y otros. Los porcentajes que se recogen en este gráfico representan la composición de la exposición al sector bancario de los FMM.

provisión de liquidez (*líneas swap*) con otros bancos centrales, que ayudaron a estabilizar los mercados de crédito a corto plazo.

Tras estos acontecimientos, los activos totales bajo gestión de los FMM estadounidenses fueron disminuyendo progresivamente, hasta situarse en torno a 2,68 billones de dólares en diciembre de 2011, un tercio menos que al inicio de la crisis. Al mismo tiempo, estos fondos¹ comenzaron a diversificar sus inversiones, colocándolas en deuda a corto plazo y certificados de depósito emitidos por entidades bancarias europeas, ya que las alternativas de inversión en Estados Unidos eran cada vez más escasas, como consecuencia, por ejemplo, de una menor dependencia de los instrumentos de financiación mayorista a corto plazo y de la extensión del vencimiento de la deuda por parte de las entidades bancarias estadounidenses [FMI (2011)].

Sin embargo, a partir de mediados de 2010, ante el agravamiento de la crisis de la deuda soberana europea y su propagación a los mercados de financiación bancaria, los FMM estadounidenses cambiaron su estrategia de gestión de carteras, con el fin de diversificar riesgos. En primer lugar, acortaron mucho su estructura de vencimientos, reforzando sus posiciones de liquidez. En segundo lugar, se recompuso la diversificación geográfica de sus activos relativos al sector bancario ante el mayor riesgo percibido en algunos países. Por una parte, los FMM estadounidenses redujeron notablemente su exposición frente al sector bancario de la zona del euro, en general, y frente a las entidades de los países periféricos, en particular (véase gráfico 1). Por ejemplo, a finales de julio de 2011 su exposición conjunta a los sectores bancarios de Irlanda, Italia, Portugal y España era nula (véase panel B del gráfico 2). La exposición frente al sector bancario de

otros países europeos, como Francia, el Reino Unido y Países Bajos, se mantuvo relativamente estable durante la mayor parte de 2010 y la primera mitad de 2011, o incluso aumentó en algunos casos (véase panel C del gráfico 2). Sin embargo, desde julio de 2011, ante la intensificación de la crisis soberana, los FMM de Estados Unidos empezaron a reducir también su exposición a estos países (especialmente a Francia, que pasó del 14% en julio de 2011 al 1% en diciembre del mismo año). Por otra parte, estos fondos incrementaron significativamente su exposición a otros países, como Australia, Canadá, Japón, los países nórdicos y Suiza (véase panel A del gráfico 2). En tercer lugar, los FMM estadounidenses comenzaron a canalizar fondos hacia activos a corto plazo de menor riesgo, como la deuda pública estadounidense, cuya proporción se elevó hasta el 19% de los activos totales en diciembre de 2011 (véase gráfico 3). Además, han asignado una proporción mayor de fondos a inversiones en pagarés emitidos por sociedades no financieras estadounidenses, lo que refleja los sólidos fundamentos crediticios de estas sociedades. Asimismo, se ha producido un cambio en el tipo de valores mantenidos por los FMM estadounidenses, en favor de los instrumentos con garantías, como las cesiones temporales (*repos*), que en diciembre de 2011 representaban el 24% de su exposición total a bancos europeos, frente a solo el 9% en diciembre de 2009.

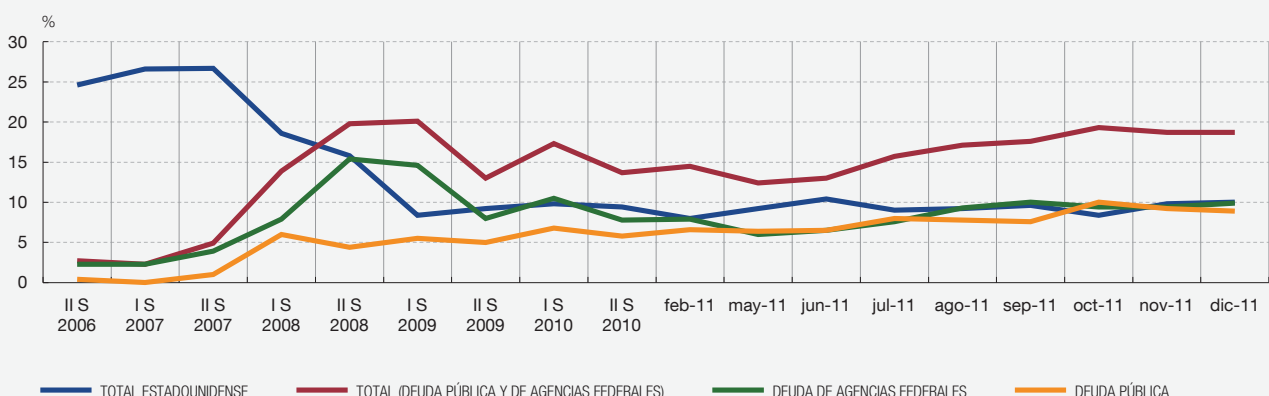
En conjunto, los recientes cambios observados en la estrategia de inversión de los FMM estadounidenses han tenido importantes repercusiones en la financiación a corto plazo del sector bancario europeo, obligándoles a buscar fuentes de financiación alternativas y posiblemente reforzando la tendencia al desapalancamiento, lo cual pone de manifiesto la fuerte interrelación existente entre el sector bancario europeo y el sistema bancario en la sombra estadounidense, del que los FMM son una fuente de financiación básica [Shin (2012)]².

1 Este análisis se centra en los denominados FMM «prime», que son los que tienen la mayor cuota de mercado de todos los FMM estadounidenses, con activos por valor de 1,5 billones de dólares. Además, existen otros tipos de FMM, como los que invierten únicamente en deuda pública (850 mm de dólares en activos) y los que ofrecen a los inversores una rentabilidad libre de impuestos (unos 300 mm de dólares en activos).

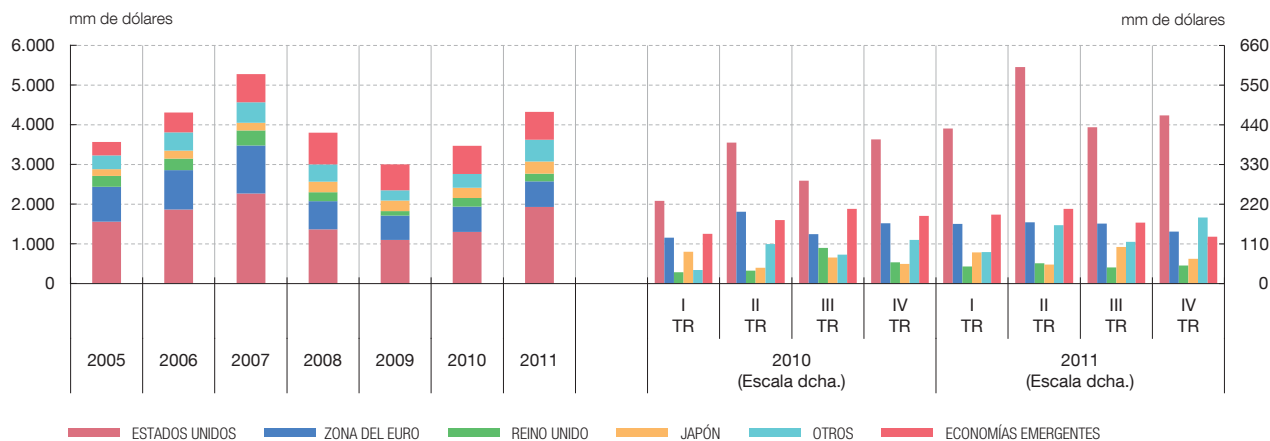
2 Para obtener un análisis más profundo de las perspectivas de los MMMF de Estados Unidos y de los retos a los que se enfrentan, como la reducción de la oferta de instrumentos de deuda bancaria a corto plazo admisibles, como consecuencia del continuo desapalancamiento del sistema bancario, véase Fitch Ratings (2011d).

EVOLUCIÓN DE LA EXPOSICIÓN A LA DEUDA TOTAL, A LA DEUDA PÚBLICA Y A LA DEUDA DE AGENCIAS FEDERALES DE ESTADOS UNIDOS

GRÁFICO 3



FUENTES: Fitch Ratings y Banco de España.



FUENTE: Dealogic.

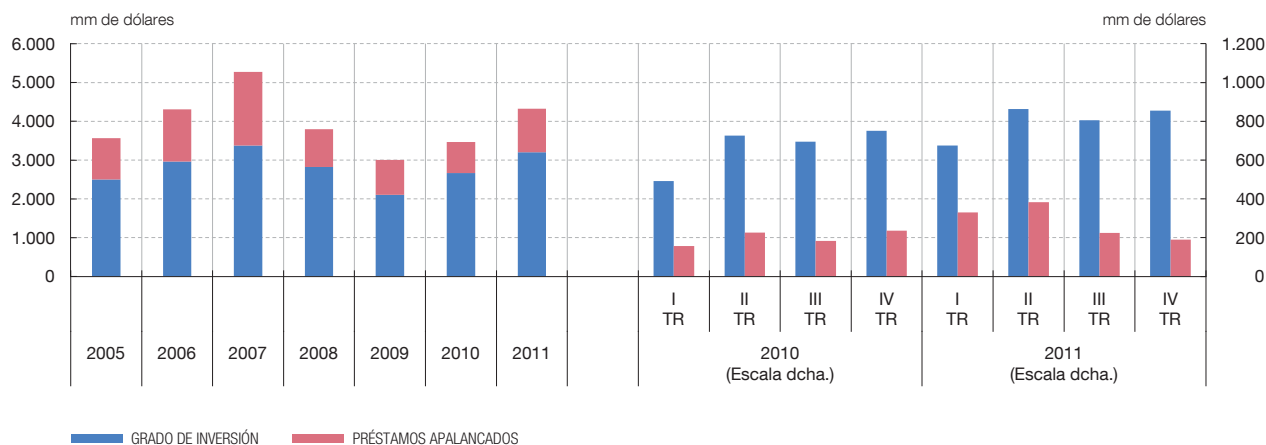
2007, lo que representó un aumento del 25 % con respecto a 2010 (véase gráfico 12)⁸. La mayor parte de esta actividad estuvo motivada por necesidades de refinanciación, que surgieron como un intento de los prestatarios de reducir los intereses aplicados a los préstamos y de ampliar sus plazos de vencimiento [Dealogic (2012)]⁹. Pese a este crecimiento, la actividad en este mercado también se vio afectada por las tensiones relacionadas con la crisis de la deuda soberana europea y por el empeoramiento de las perspectivas económicas de algunos países desarrollados. Así, la recuperación de la actividad emisora se concentró principalmente en el primer semestre de 2011, impulsada por un mayor apetito por el riesgo y por las expectativas de posibles subidas de tipos de interés. Sin embargo, a partir de junio el aumento de las tensiones originadas por la crisis de la zona del euro empezó a afectar a la emisión de préstamos sindicados. Respecto al ámbito geográfico, se observó un comportamiento heterogéneo: tanto en Estados Unidos como en Japón, la emisión de estos préstamos registró un crecimiento relativamente sólido en 2011, con aumentos del 48 % y el 20 %, respectivamente, en relación con 2010, mientras que la actividad emisora se mantuvo en mínimos históricos en la zona del euro y se redujo en el Reino Unido.

Un segmento importante de los mercados internacionales de préstamos sindicados es el mercado de préstamos apalancados¹⁰. La calidad de estos préstamos no está determinada por la solvencia del prestatario, que es muy baja, sino por el tipo de compromisos que los bancos exigen para concederlos. El mercado de préstamos apalancados ofrece a los inversores una alternativa para maximizar la rentabilidad, ya que los rendimientos son superiores a los que ofrece la financiación a empresas con calificación de grado de inversión, aunque a expensas de un mayor riesgo de crédito. Este alto nivel de riesgo es una

8 Los préstamos sindicados son acuerdos alcanzados entre un grupo de bancos para conceder préstamos a un prestatario concreto [Gadanecz (2004)]. El mercado de préstamos sindicados es uno de los segmentos más internacionales de los mercados de crédito y es una fuente de financiación muy significativa a escala mundial. Los préstamos sindicados suelen utilizarse como financiación puente o previa a las grandes emisiones de renta fija privada, y en la financiación de fusiones y adquisiciones y de compras apalancadas.

9 Para más información sobre las condiciones de financiación en los mercados de préstamos sindicados, véase Gadanecz (2011).

10 Los préstamos apalancados son préstamos sindicados, en los que el prestatario es una empresa muy endeudada con calificación BB+ o inferior (o incluso sin calificación). Estos préstamos suelen utilizarse para financiar adquisiciones, pagar dividendos especiales o invertir en nuevos bienes de equipo o nuevos proyectos.



FUENTE: Dealogic.

razón importante para realizar un estrecho seguimiento de estos mercados, ya que proporcionan información sobre el apetito por el riesgo de los inversores.

La actividad en los mercados de préstamos apalancados se recuperó durante 2011 (véase gráfico 13) hasta 1,13 billones de dólares, un aumento del 40 % con respecto a 2010 y el volumen de más elevado desde 2007. No obstante, su evolución durante el año siguió el patrón ya conocido, siendo considerablemente mayor en la primera mitad del año. Entre los factores que contribuyeron a este repunte, cabe señalar el aumento de la demanda impulsado por la «búsqueda de rentabilidad» de los inversores, en un contexto de tipos de interés bajos durante un período prolongado. Además, la actividad de refinanciación fue un factor destacado, en un entorno de crecientes expectativas de subida de los tipos de interés. Por último, las tasas de impago de las empresas con calificación inferior al grado de inversión disminuyeron considerablemente durante el primer semestre, aunque ello se debiera, probablemente, más a los bajos niveles de los tipos de interés, que redujeron los costes de financiación de estas empresas, que a la mejora de los fundamentos empresariales.

Conclusiones

La actividad emisora en los mercados internacionales de bonos, en el conjunto de 2011, fue relativamente intensa, pese al agravamiento de la crisis de la deuda soberana europea y a la creciente preocupación acerca de las perspectivas económicas mundiales. No obstante, el volumen de emisiones en los mercados de bonos de los países industrializados descendió ligeramente en relación con 2010. Por segmentos específicos, las emisiones de bonos garantizados fueron particularmente elevadas en 2011, mientras que los mercados de bonos de alta rentabilidad mostraron una relativa resistencia en el conjunto del año. De igual modo, los préstamos sindicados, proporcionados a través de los bancos internacionales, registraron un sólido comportamiento; de hecho, la actividad en estos mercados se recuperó considerablemente en 2011, alcanzando el volumen de emisión más alto desde 2007 (un resumen sobre la actividad de los mercados internacionales de deuda aparece en el cuadro 1).

El contraste entre la primera y la segunda parte del año fue notable. En el segundo semestre, la actividad emisora cayó de manera bastante pronunciada y generalizada, en paralelo con la intensificación de la crisis de la deuda soberana europea. Este patrón fue especialmente pronunciado en el caso de las emisiones del sector bancario y, en menor medida, de

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MERCADOS DE DEUDA

CUADRO 1

mm de dólares

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2010		2011	
								I S	II S	I S	II S
BONOS TOTALES A NIVEL MUNDIAL (a)	6.345,8	6.801,7	7.377,2	8.077,9	11.393,0	11.492,9	10.989,2	6.067,2	5.425,6	6.032,9	4.956,3
BONOS TOTALES PAÍSES INDUSTRIALIZADOS (a)	5.755,8	6.173,5	6.398,1	7.297,0	10.198,8	9.863,5	9.470,0	5.229,8	4.633,7	5.215,6	4.254,4
SECTOR PÚBLICO											
Estados Unidos	1.034,3	1.031,3	917,3	1.497,7	2.922,4	3.259,5	2.790,9	1.708,4	1.551,1	1.360,4	1.430,5
Zona del euro	1.030,6	975,8	1.057,6	1.354,4	1.882,3	1.658,4	1.755,6	1.020,2	638,3	1.084,9	670,7
Reino Unido	104,1	121,4	127,9	204,1	341,3	261,2	258,5	143,8	117,4	129,0	129,5
Japón	914,7	885,8	838,1	985,3	1.218,2	1.444,0	1.592,8	675,3	768,7	753,9	838,8
Países emergentes	419,7	411,3	718,6	540,0	866,7	1.253,2	1.035,0	666,2	587,0	542,4	492,6
Otros	104,0	109,9	124,5	180,5	296,5	304,5	321,1	159,1	145,4	178,0	143,2
SOCIEDADES NO FINANCIERAS											
Estados Unidos	266,5	382,6	450,4	421,4	551,6	495,2	505,7	200,4	294,9	290,4	215,4
Zona del euro	122,1	189,3	138,0	162,1	370,4	215,9	219,9	117,3	98,6	138,8	81,1
Reino Unido	34,0	55,4	64,3	72,7	87,4	50,5	60,1	22,9	27,6	32,9	27,1
Japón	55,9	57,5	70,0	80,4	92,0	77,2	69,4	38,3	38,9	32,0	37,4
Países emergentes	75,9	98,0	109,3	90,2	150,2	191,8	231,1	88,2	103,6	138,5	92,6
Otros	35,9	49,1	60,6	48,0	145,0	92,6	101,9	38,2	54,4	61,8	40,1
SECTOR BANCARIO											
Estados Unidos	529,7	595,8	830,5	757,8	710,5	548,5	449,0	288,2	260,3	238,8	210,3
Zona del euro	1.009,4	1.068,4	947,8	803,9	795,6	734,8	714,9	438,5	296,3	495,3	219,6
Reino Unido	139,0	166,2	294,8	264,9	240,6	137,6	118,9	70,2	67,4	90,6	28,3
Japón	26,8	27,5	24,8	24,8	47,4	47,4	42,2	19,7	27,7	21,1	21,1
Países emergentes	81,4	100,7	125,6	122,5	153,4	148,3	207,5	64,5	83,9	109,4	98,1
Otros	170,7	218,3	223,6	277,4	303,2	311,2	296,7	171,5	139,7	183,3	113,4
OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS											
Estados Unidos	115,9	155,8	147,6	95,4	98,1	134,7	82,6	69,2	65,5	58,6	24,0
Zona del euro	23,1	37,0	35,7	31,5	42,6	24,4	16,9	15,6	8,8	14,0	2,9
Reino Unido	17,0	16,9	13,4	14,1	10,6	10,3	20,1	3,1	7,1	15,4	4,7
Japón	9,5	6,2	8,9	3,1	4,9	10,8	9,9	6,0	4,8	6,8	3,1
Países emergentes	13,1	18,4	25,6	28,2	25,0	36,1	45,2	18,7	17,4	27,0	18,2
Otros	12,5	23,3	22,4	17,5	36,8	44,8	43,2	24,0	20,9	29,5	13,7
BONOS GARANTIZADOS (b)											
Zona del euro	310,1	305,2	308,2	352,9	287,3	299,0	347,3	179,5	119,5	216,5	130,8
Otros	29,1	61,9	85,6	197,4	81,6	125,2	166,9	68,2	56,9	92,1	74,9
BONOS DE ALTO RIESGO (c)											
Estados Unidos	99,4	138,7	143,4	67,2	141,9	221,3	180,5	94,2	127,1	130,5	50,0
Zona del euro	21,3	36,5	22,1	5,3	26,9	43,2	43,6	18,6	24,6	36,2	7,4
Reino Unido	5,7	9,2	3,4	7,7	8,3	14,5	14,5	7,4	7,1	12,6	1,9
Japón	5,9	2,9	2,4	0,7	1,8	2,8	0,7	0,9	1,9	0,7	0,0
Otros	4,4	12,8	13,1	5,0	14,5	28,8	26,3	7,2	21,6	19,4	7,0
PRÉSTAMOS SINDICADOS											
Estados Unidos	1.553,4	1.867,7	2.264,5	1.366,8	1.098,6	1.303,2	1.927,2	619,0	684,2	1.028,6	898,6
Zona del euro	880,3	991,3	1.212,3	706,7	612,9	629,5	644,6	326,0	303,5	334,4	310,2
Reino Unido	275,2	284,1	380,6	223,4	115,5	224,0	197,1	66,8	157,2	103,3	93,8
Japón	170,6	202,5	187,8	269,2	264,3	257,8	308,2	131,7	126,1	139,1	169,1
Países emergentes	340,3	495,4	705,9	794,1	648,3	707,9	695,4	313,2	394,7	397,7	297,7
Otros	344,0	465,0	521,7	437,4	257,8	346,7	547,1	145,9	200,9	248,4	298,6

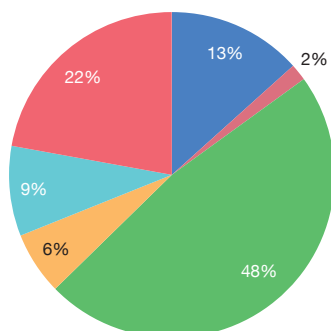
FUENTE: Dealogic.

a Totales estimados.

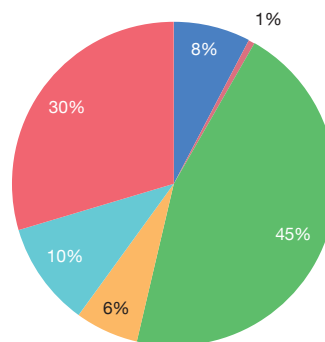
b Se incluyen los bonos garantizados emitidos por todas las entidades, por lo que la base emisora es más amplia que el sector bancario.

c Países industrializados.

EMISIÓN INTERNACIONAL DE DEUDA EN EL IV TR 2009
Total emitido: 3,4 billones



EMISIÓN INTERNACIONAL DE DEUDA EN EL IV TR 2011
Total emitido: 3,5 billones



■ SECTOR BANCARIO ■ OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS ■ SECTOR PÚBLICO ■ SOCIEDADES NO FINANCIERAS ■ ECONOMÍAS EMERGENTES ■ PRÉSTAMOS SINDICADOS

FUENTE: Dealogic.

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

las realizadas por las sociedades no financieras. De hecho, en algunos meses del segundo semestre, la actividad emisora en los mercados de deuda bancaria y de bonos de alta rentabilidad prácticamente se paralizó, sobre todo en la zona del euro. En el caso del sector bancario de los países industrializados, la emisión bruta de bonos en 2011 fue aproximadamente un 9 % inferior a la de 2010, el volumen más bajo emitido desde 2003. De igual modo, la actividad emisora de las sociedades no financieras de los países industrializados disminuyó con fuerza en la segunda mitad del año, aunque el total correspondiente a 2011 aumentó ligeramente (+3 %) por la intensa actividad emisora del primer semestre. Por último, la emisión bruta de deuda pública se situó tan solo en un 3 % por debajo del récord histórico de emisiones que se alcanzó en 2010.

Para entender mejor los cambios estructurales acaecidos en los patrones de emisión, tanto en los países industrializados como en los emergentes, en el gráfico 14 se presentan las cuotas de los distintos sectores en las emisiones internacionales de bonos, y se comparan los resultados de la emisión bruta total correspondiente al cuarto trimestre de 2011, los más recientes de que se dispone, con los del cuarto trimestre de 2009. Los datos del último trimestre de 2011 reflejan el impacto de la crisis de deuda soberana europea, que se intensificó durante el verano y que afectó especialmente a las condiciones de emisión en el segundo semestre. El cambio más llamativo es el significativo incremento de la cuota de los préstamos sindicados, que pasó del 22 % al 30 %, lo que refleja la recuperación de este importante segmento de mercado, debido fundamentalmente a los prestatarios estadounidenses. También llama la atención la reducción de la cuota de emisión del sector bancario de los países industrializados, que pasó del 13 % al 8 %, consecuencia del proceso de desapalancamiento que está llevando a cabo este sector, tras la crisis financiera internacional de 2007-2009, en un entorno de propagación de la crisis de la deuda soberana europea. Por último, la cuota de emisión del sector público de los países industrializados cayó de un 48 % a un 45 %, mientras que la cuota de las economías emergentes y la de las sociedades no financieras se mantuvieron básicamente sin cambios.

17.2.2012.

BIBLIOGRAFÍA

- AUTORIDAD BANCARIA EUROPEA (2011). «The EBA publishes Recommendation and final results of bank recapitalisation plan as part of co-ordinated measures to restore confidence in the banking sector», nota de prensa, 8 de diciembre.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (2011). «Los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de los bancos de la zona del euro: evolución reciente, estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria», *Boletín Mensual*, noviembre, pp. 73-90.
- (2012). «Efecto de la primera operación de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres años», *Boletín Mensual*, enero, recuadro 4, pp. 30 y 31.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2011). «Global Growth and Sovereign Debt Concerns Drive Markets», *Quarterly Review*, septiembre, pp. 1-13.
- BÉ DUC, L., G. DE BONDT, A. CALZA, D. MARQUÉS IBÁÑEZ, A. VAN RIXTEL y S. COPEL (2005). *Financing Conditions in the Euro Area*, ECB Occasional Paper n.º 37.
- BLUNDELL-WIGNALL, A., y P. SLOVIK (2011). «A Market Perspective on the European Sovereign Debt and Banking Crisis», *OECD Financial Market Trends*, febrero, pp. 1-28.
- COMITÉ SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO GLOBAL (2011a). *The Impact of Sovereign Credit Risk on Bank Funding Conditions*, CGFS Papers n.º 43.
- (2011b). *Fixed Income Strategies of Insurance Companies and Pension Funds*, CGFS Papers n.º 44.
- DEALOGIC (2012). *Global Loans Review, Full Year 2011*, enero.
- FITCH RATINGS (2011a). «Banks' Use of Covered Bond Funding on the Rise», *Global Special Report Banks/Covered Bonds*, 10 de marzo.
- (2011b). «European High-Yield Issuance and Default: Review and Outlook», *Special Report Leveraged Finance*, 7 de noviembre.
- (2011c). «2012 Outlook: US Banks», *Banks USA*, 19 de diciembre.
- (2011d). «2012 Outlook: Money Market Funds».
- FMI (2011). «Special Feature: Developments in US Money Market Mutual Funds and Market Implications», *IMF Global Markets Monitor*, 7 de julio.
- GADANEZ, B. (2004). «The syndicated loan market: Structure, development and implications», *BIS Quarterly Review*, diciembre, pp. 75-89.
- (2011). «Have lenders become complacent in the market for syndicated loans? Evidence from covenants», *BIS Quarterly Review*, septiembre, pp. 26-27.
- LEVY, A., y S. SCHICH (2010). «The Design of Government Guarantees for Bank Bonds: Lessons from the Recent Financial Crisis», *OECD Financial Market Trends*, n.º 1, pp. 35-66.
- MODY, A., y D. SANDRI (2011). *The Eurozone Crisis: How Banks and Sovereigns Came to be Joined at the Hip*, IMF Working Paper n.º WP/11/269.
- PACKER, F., R. STEVER y C. UPPER (2007). «The Covered Bond Market», *BIS Quarterly Review*, septiembre, pp. 43-55.
- RIXTEL, A. VAN, y L. ROMO GONZÁLEZ (2009). «Los mercados internacionales de deuda tras la crisis financiera», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España, pp. 122-137.
- RIXTEL, A. VAN, 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*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, pp. 239-246.
- RIXTEL, A. VAN, y L. ROMO GONZÁLEZ (2010). «La emisión internacional de bonos en el primer semestre de 2010», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España, pp. 135-146.
- ROMO GONZÁLEZ, L., y A. VAN RIXTEL (2011). «Non-enhanced Debt Financing by Euro Area Banks under Severe Financial Stress», *Revista de Estabilidad Financiera*, Banco de España.
- SHIN, H. S. (2012). «Global Banking Glut and Loan Risk Premium», 2011 Mundell-Fleming Lecture, presentado en la 2011 IMF Annual Research Conference, 10-11 de noviembre de 2011.
- STANDARD & POOR'S (2011a). «M&A slides in the third quarter amid global growth concerns», *Cross-Market Commentary*, 30 de septiembre.
- (2011b). «Analytical Linkages Between Sovereign and Bank Ratings», *Global Credit Portal*, 6 de diciembre.

