

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero y Francisco Alonso, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Durante los años previos al inicio de la crisis se produjo una notable expansión de los mercados de deuda privada en España, y en particular de los vinculados con el sistema financiero. Este dinamismo se vio impulsado por las elevadas necesidades de financiación de este sector, que pudieron ser cubiertas a través de estos mercados a unos tipos de interés reducidos gracias a las holgadas condiciones de financiación, que se vieron favorecidas por la pertenencia de nuestro país a la UEM y por las políticas monetarias expansivas y el clima de infravaloración de riesgos que entonces prevalecían a escala global. Esta situación cambió radicalmente a partir del segundo semestre de 2007, tras la crisis financiera asociada a las hipotecas *subprime*. La revaluación de los riesgos que acompañó a este suceso y la crisis económica posterior incidieron de forma importante en estos mercados, lo que se reflejó en un fuerte descenso de la actividad emisora y en repuntes de las primas de riesgo. Esta pauta se intensificó a partir de 2010 con la crisis de la deuda soberana en la UEM.

En este artículo se describen los desarrollos más relevantes de la evolución de los mercados de renta fija privada durante los últimos doce años, distinguiéndose dos subperíodos: el anterior a la crisis, que cubre el período comprendido entre 2000 y 2006 (tratado en la sección 2), y el que abarca desde 2007 a 2011 (analizado en la sección 3). En cada uno de estos apartados se examina el curso de los volúmenes netos emitidos y los saldos vivos (con un desglose por emisores, instrumentos y tenedores) y de las primas de riesgo. Finalmente, en el último epígrafe se resumen las principales conclusiones.

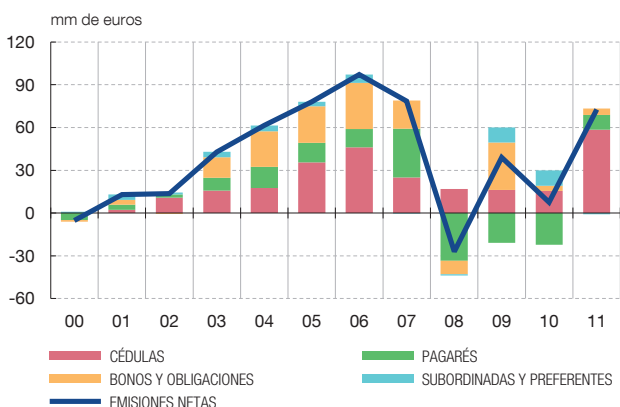
Evolución de los mercados de renta fija privada antes de la crisis

Entre 2000 y 2006, los mercados primarios de valores de renta fija privada experimentaron una rápida expansión (véase gráfico 1). Así, el volumen de emisiones netas presentó una tendencia creciente, pasando de 29 mm en 2000 a 219 mm en 2006 (incluyendo las operaciones realizadas por filiales no residentes de empresas financieras y no financieras españolas). El grueso de estos importes se explica por el sector financiero, ya que la actividad de las sociedades no financieras (SNF) continuó siendo residual y, de hecho, mostró un escaso dinamismo durante dicho período. Esta evolución llevó a que el saldo vivo de los títulos emitidos por el sistema financiero (incluyendo las filiales no residentes) pasara del 21 % del PIB en 2000 al 75 % en 2006 (véase gráfico 2). Por el contrario, la deuda viva de las SNF (incluyendo las filiales no residentes) apenas varió, en términos del PIB, durante esta etapa, situándose entre el 6 % y el 8 %.

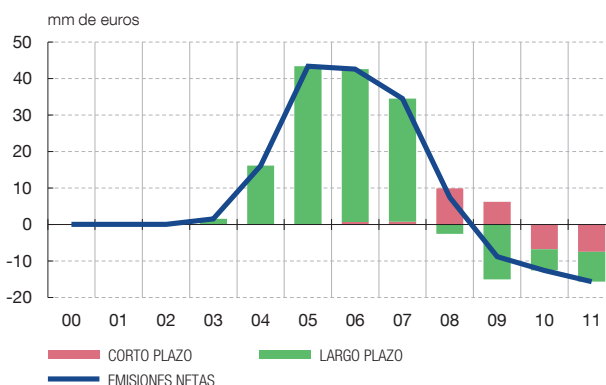
El auge de las emisiones de valores de renta fija del sistema financiero se vio estimulado por las elevadas necesidades de financiación de las entidades de crédito (EC), cuyos depósitos no alcanzaban para financiar la expansión del crédito, y por las favorables condiciones existentes en los mercados financieros internacionales, asociadas a las políticas monetarias expansivas y al contexto de infravaloración de riesgos a escala global.

El desglose por instrumentos de las emisiones realizadas por el sistema financiero muestra una expansión relativamente generalizada, si bien destaca el fuerte auge de los bonos de titulización (que son emitidos por los fondos de titulización) y, en menor medida,

ENTIDADES DE CRÉDITO



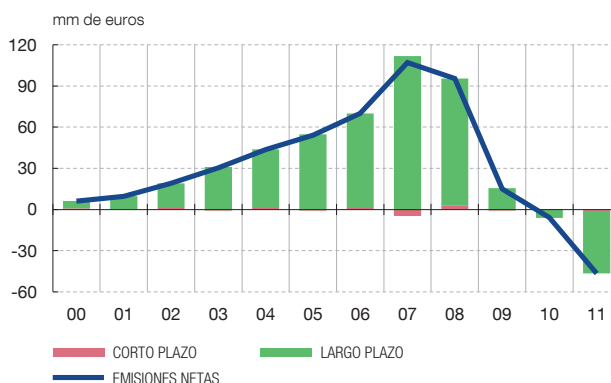
FILIALES RESIDENTES DE ENTIDADES DE CRÉDITO



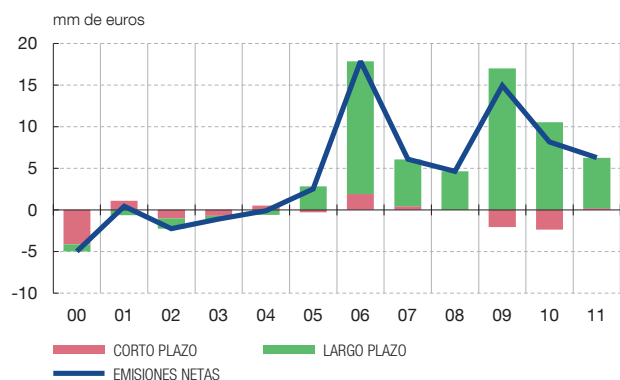
FILIALES NO RESIDENTES DE ENTIDADES DE CRÉDITO



FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y SUS FILIALES RESIDENTES



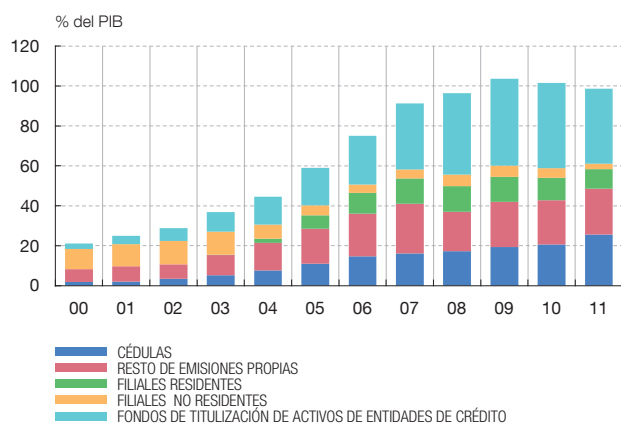
FILIALES NO RESIDENTES DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS



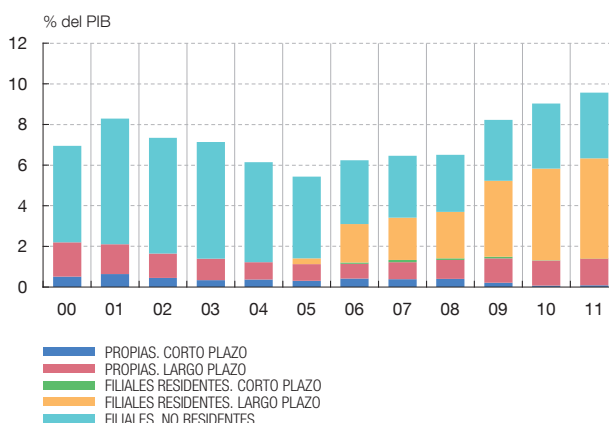
FUENTE: Banco de España.

de las cédulas hipotecarias (emitidas por las propias EC). Así, el saldo vivo conjunto de estos activos, en relación con el PIB, pasó del 5 % en 2000 al 39 % en 2006, y en términos relativos su peso sobre el total de títulos emitidos por el sistema financiero pasó del 22 % al 52 % entre esos dos años (véase gráfico 2). El mayor dinamismo de estos instrumentos fue consecuencia tanto del notable avance de los préstamos hipotecarios (que son los principales activos titulizados o que actúan como garantía, en el caso de las cédulas) como de la gran aceptación que tuvieron entre los inversores internacionales

ENTIDADES DE CRÉDITO, FILIALES Y FONDOS DE TITULIZACIÓN



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y FILIALES



FUENTE: Banco de España.

al contar con unas calificaciones crediticias elevadas¹. Por plazos, destaca el protagonismo de las emisiones con un horizonte medio y largo, lo que limitaba los riesgos de refinanciación.

Como se aprecia en el gráfico 1, las emisiones netas de las filiales residentes de las EC también experimentaron un avance significativo a partir de 2004, mientras que las de filiales no residentes fueron negativas (las amortizaciones superaron al volumen obtenido en las nuevas emisiones) entre 2004 y 2006. Entre otros motivos, esta evolución refleja el impacto de la Ley 19/2003, que incentivó el desplazamiento de las emisiones desde las filiales en el exterior hacia las residentes, por las ventajas fiscales y administrativas que introdujo para la operativa de estas últimas².

En el caso de las SNF, el grueso de la actividad entre 2000 y 2003 descansó en las filiales no residentes, pero a partir de ese año, al igual que ocurrió con las entidades financieras, se observó un cierto desplazamiento hacia el mercado nacional, proceso que se vio favorecido también por la Ley 19/2003, que afectó igualmente a este tipo de empresas. En conjunto, la emisión neta de las SNF y de sus filiales residentes y no residentes fue de solo 28 mm de euros entre 2000 y 2006.

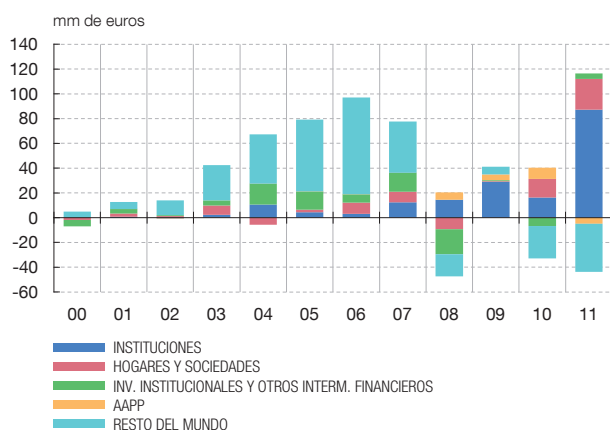
El desglose por tenedores de las emisiones muestra cómo el grueso de los fondos netos captados entre 2000 y 2006 en los mercados de renta fija procedió de los inversores no residentes. Concretamente, durante dicho período estos agentes adquirieron el 80% de la financiación neta obtenida por los sectores residentes privados en los mercados de deuda³ (véase gráfico 3). Estas compras se concentraron en los pasivos del sector financiero, tanto de las EC como de otros intermediarios financieros (categoría que incluye fundamentalmente los fondos de titulización, aunque también las filiales de las EC y de las SNF). Por el contrario, la inversión

¹ La elevada calificación crediticia resultaba de las mejoras crediticias en el caso de los bonos de titulización (que hacían que el riesgo fuera más reducido que el de la cartera titulizada), y de las garantías proporcionadas por la cartera de préstamos en el caso de las cédulas.

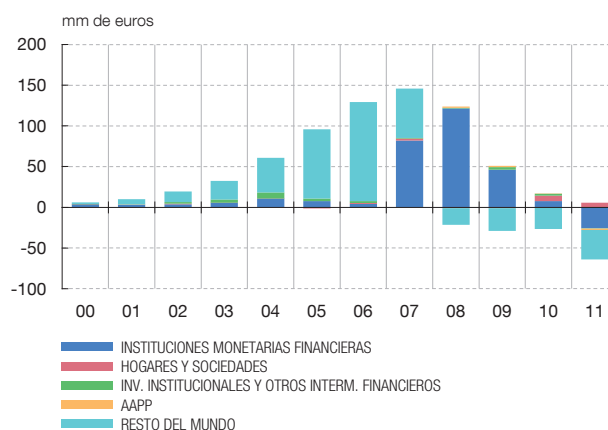
² Para un mayor detalle de esta evolución, véase V. García-Vaquero y J. M. Marqués (2008), «La evolución de los mercados primarios de valores en España durante la década actual», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.

³ En estas cifras no se incluyen las emisiones realizadas por las filiales no residentes, ya que no se dispone de esta información.

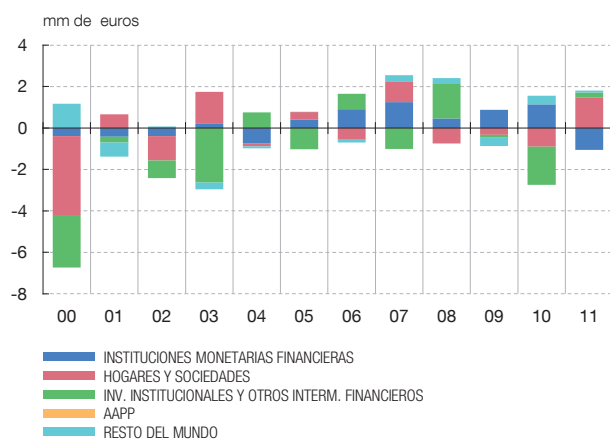
ENTIDADES DE CRÉDITO



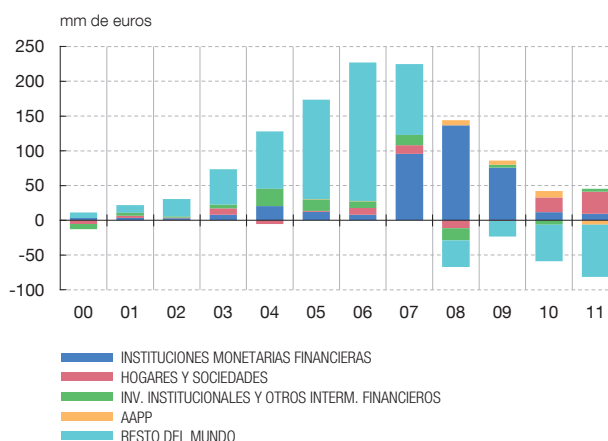
OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS (a)



SOCIEDADES NO FINANCIERAS



TOTAL



FUENTE: Banco de España.

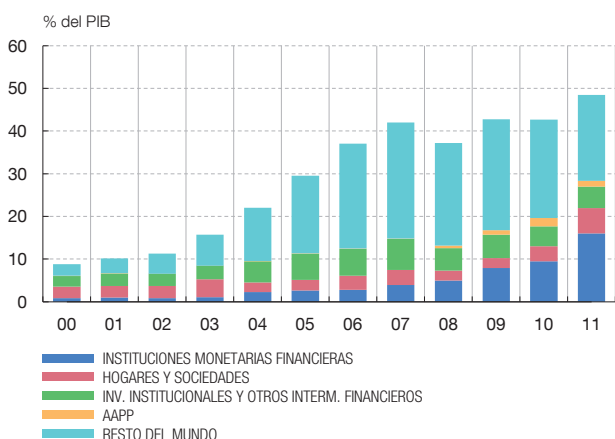
a Incluye filiales residentes de empresas financieras y no financieras y fondos de titulación.

netas del resto del mundo en los títulos emitidos por las SNF fue marginal. Estas cifras ilustran cómo los mercados de deuda privada fueron el principal vehículo a través del cual la economía española cubrió las cuantiosas necesidades de financiación durante esta etapa expansiva.

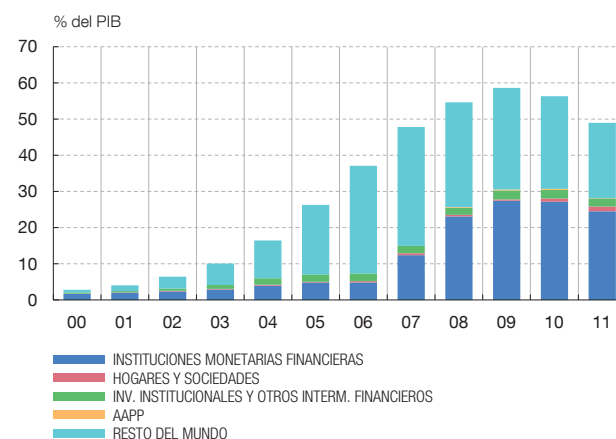
En términos de saldos vivos, las tenencias de los inversores no residentes de títulos de renta fija privada emitidos por los agentes nacionales pasaron del 4 % al 54 % del PIB entre 2000 y 2006 (véase gráfico 4). En esta última fecha, su peso relativo se situaba en el 72 % respecto al total de la deuda viva. De nuevo, su participación era muy elevada en los valores del sistema financiero, pero escasa en el caso de los pasivos de las SNF.

Las emisiones realizadas por el sector privado se realizaron con unas primas de riesgo reducidas y relativamente estables, como ilustran las primas negociadas en los derivados crediticios, a excepción del repunte puntual que se observó durante el primer semestre de 2002, y que afectó tanto a las empresas financieras como a las no financieras, aunque con distinta intensidad (véase gráfico 5). Ello muestra la facilidad con la que se colocaron estos títulos, reflejo, como se ha dicho anteriormente, de las holgadas condiciones de financiación en los mercados financieros internacionales durante este período.

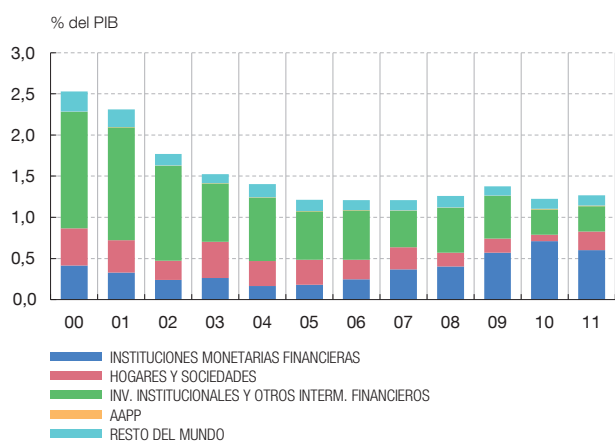
ENTIDADES DE CRÉDITO



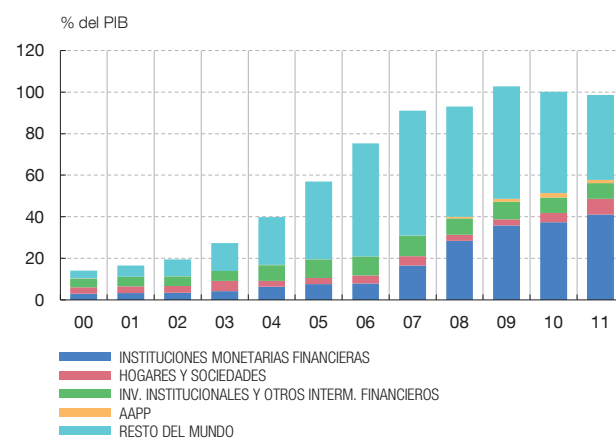
OTROS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS (a)



SOCIEDADES NO FINANCIERAS



TOTAL



FUENTE: Banco de España.

a Incluye filiales residentes de empresas financieras y no financieras y fondos de titulación.

Evolución de los mercados de renta fija privada a partir de 2007

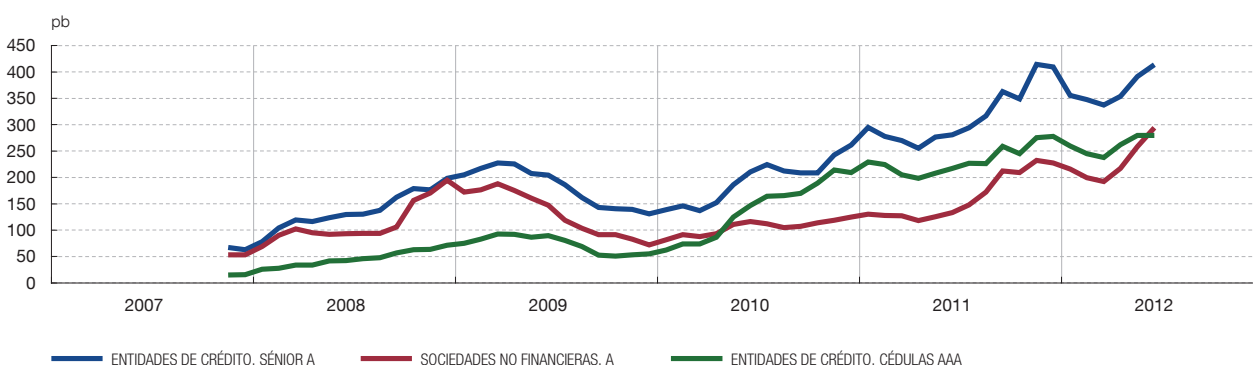
Tras el inicio de la crisis de las hipotecas *subprime*, en agosto de 2007, la evolución de los mercados de deuda privada cambió sustancialmente. El segmento que se vio en un primer momento más afectado fue el de los valores de titulación, ya que dicha crisis generó una elevada desconfianza hacia estos instrumentos, que dificultó enormemente su colocación entre los inversores, hasta tal punto que desde entonces las entidades originadoras apenas han obtenido nuevos fondos en dicho mercado. Las emisiones continuaron a buen ritmo en 2007 y 2008, pero la mayor parte de los nuevos títulos fue adquirida por las propias entidades con el fin de aumentar el volumen de activos de garantía para utilizar en las operaciones de liquidez del Eurosistema. Posteriormente, la actividad se redujo, registrándose una oferta neta negativa, ya que las entidades hicieron un menor uso de estas operaciones para incrementar el saldo de garantías (véase gráfico 1).

Otras clases de títulos, como los bonos simples y los pagarés emitidos por el sector financiero, también se vieron muy afectadas por la revaluación de riesgos a escala global que acompañó a la crisis financiera, especialmente tras el agravamiento de las tensiones a raíz de la quiebra de Lehman Brothers en el otoño de 2008. Ello se reflejó en una reducción de la actividad en los mercados primarios, que llevó a que se registraran emisiones netas negativas en ese año.

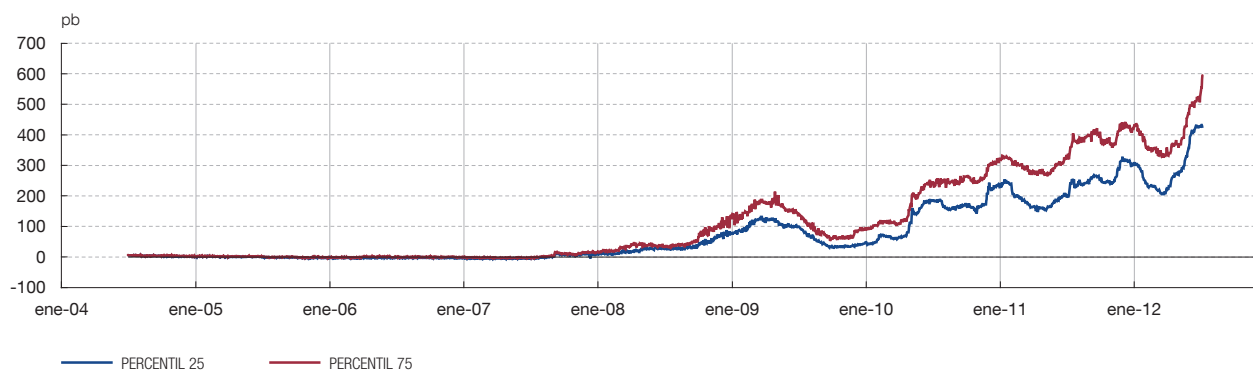
PRIMAS DE LOS CDS A CINCO AÑOS (a)



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS A CINCO AÑOS (b)



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS DE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS ENTRE TRES Y CINCO AÑOS (b)



FUENTES: AIAF, Bloomberg y Datastream.

- a Primas de las principales empresas de cada sector de las que se dispone de información, ponderadas por su capitalización bursátil el 31.12.2011.
- b Diferencial sobre el tipo *swap*.

La recesión económica que siguió a la crisis financiera contribuyó adicionalmente a frenar el avance en la oferta de títulos del sistema financiero, ya que redujo las necesidades de financiación de este sector, al revisar a la baja los hogares y las SNF sus planes de gasto y su apelación al crédito, y al endurecerse las condiciones de concesión. También tendió a deteriorar la calidad crediticia de los títulos emitidos por estos agentes, lo que, en un contexto de mayor incertidumbre y aversión al riesgo, dificultó el acceso a la financiación en los mercados de deuda. A partir de 2010, con la crisis de la deuda soberana se acentuaron estas tendencias.

Otros segmentos se vieron comparativamente menos afectados, como el de las cédulas hipotecarias. Así, la emisión neta de cédulas continuó siendo positiva, aunque por unos importes inferiores a los registrados durante la etapa anterior a la crisis. En 2011 se observó un repunte en la oferta neta de estos títulos, que se explica fundamentalmente por operaciones en las que las entidades emisoras retuvieron los valores con el fin de aumentar el colchón de activos de garantía para poder utilizarlos en las subastas de liquidez del Eurosistema.

La operativa con otras clases de valores del sector financiero se vio, en cambio, estimulada por el nuevo contexto, como, por ejemplo, las emisiones con aval público, después de que en 2009 se habilitara un sistema de garantías públicas hasta un máximo de 100 mm de euros⁴. Esta medida contribuyó a impulsar la actividad de los mercados primarios, registrándose un importe de 48 mm en las operaciones con estos pasivos en ese mismo año. Posteriormente, el volumen captado con estos títulos se fue moderando una vez que las entidades fueron agotando los límites disponibles. En conjunto, la oferta neta de la deuda emitida con estos valores entre 2009 y 2011 asciende a 76 mm de euros. Más recientemente, la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2012 prevé la concesión de nuevas garantías para emisiones de renta fija por 55 mm de euros.

Por otro lado, las necesidades de las EC de aumentar sus recursos propios por las mayores exigencias de los mercados y los reguladores impulsaron el desarrollo de instrumentos híbridos como las obligaciones subordinadas, las participaciones preferentes y los bonos convertibles, que se incluyen en la definición de capital regulatorio. El mayor dinamismo de este segmento se observó durante 2009 y 2010.

La emisión neta de pagarés por parte de las EC fue positiva en 2011 (tras las cifras negativas de los tres ejercicios precedentes). La actividad se dinamizó en la segunda mitad del año, coincidiendo con la aprobación de una nueva normativa de los fondos de garantía de depósitos⁵, que exigía una mayor contribución a los depósitos de alta remuneración.

En conjunto, la emisión neta de valores de renta fija de las EC y de sus filiales residentes fue de 176 mm de euros entre 2007 y 2011 (véase gráfico 1). La de sus filiales no residentes fue negativa por un importe de 13 mm de euros. La de los fondos de titulización ascendió a 165 mm de euros, pero, como se ha comentado, el grueso de las nuevas operaciones no se colocó entre inversores. La información sobre los tenedores evidencia cómo durante este período la captación neta de fondos por el sistema financiero residente (aproximado por la suma de las EC y los otros intermediarios financieros⁶) procedente de agentes distintos de las instituciones financieras monetarias (que incluyen las EC y los fondos del mercado monetario) fue negativa todos los años desde 2008 (véase gráfico 3). Destaca especialmente la desinversión en esta clase de títulos por parte de los no residentes, que fue compensada por las adquisiciones realizadas por las EC⁷ y, en menor medida, por las AAPP, los hogares y las sociedades no financieras.

En términos de saldos vivos, el importe de los valores emitidos por las EC en manos de inversores no residentes se redujo desde el 25 % del PIB en 2006 al 20 % en 2011, y su peso sobre el total descendió del 66 % al 41 % (véase gráfico 4). En el caso del resto de

4 Artículo 54.2 de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2009.

5 Circular 3/2011, de 30 de junio, a entidades adscritas a un fondo de garantía de depósitos, sobre aportaciones adicionales a los fondos de garantía de depósitos.

6 Los otros intermediarios financieros incluyen las filiales financieras de las SNF, además de los fondos de titulización y las filiales de las EC.

7 En la mayoría de los casos, pero no exclusivamente, se trata de operaciones de autocartera, en las que la propia entidad emisora (u originadora de los préstamos titulizados, en el caso de los bonos de titulización) adquiere los títulos.

intermediarios financieros, estas caídas fueron también acusadas, pasando del 30 % al 21 % del PIB, y del 80 % al 42 % del peso en este mismo período.

La mayor percepción de riesgo asociado a los valores emitidos por las EC se reflejó también en los precios negociados, observándose un fuerte repunte de las primas de riesgo a lo largo de este período, que vino acompañado de una mayor volatilidad. La información disponible también apunta a una cierta diferenciación de los precios en función del emisor (véase panel inferior del gráfico 5), aunque es difícil valorar si resulta o no suficiente.

En el caso de las SNF, en cambio, las emisiones netas fueron más cuantiosas que las registradas en el período previo a la crisis y se centraron en valores de largo plazo. En conjunto, la oferta neta realizada por estas empresas y sus filiales residentes y no residentes fue de 44 mm de euros entre 2007 y 2011 (frente a los 28 mm registrados entre 2000 y 2006), lo que llevó a un incremento de su saldo vivo desde el 6 % al 10 % del PIB entre 2006 y 2011. El mayor dinamismo de este segmento refleja, por un lado, las comparativamente mayores necesidades de financiación de las compañías que recurren a estos mercados (las de mayor tamaño), al estar su actividad económica más diversificada geográficamente que la del conjunto del sistema financiero. Por otra parte, esta última característica, junto con su menor exposición a la deuda pública, hizo que se vieran menos afectadas por la crisis económica y la de la deuda soberana, por lo que los mercados perciben un menor riesgo en comparación con el asociado al sector financiero. Ello se refleja también en la evolución de las primas de riesgo, que, como se observa en el gráfico 5, se incrementaron algo menos que las correspondientes a las de las EC, situándose por debajo de estas desde mediados de 2010.

Conclusiones

Según se ha ilustrado en este artículo, la emisión de deuda por parte de las empresas financieras desempeñó un papel muy importante en la financiación de la economía española durante la etapa expansiva anterior a la crisis. En particular, una parte significativa de los recursos obtenidos por nuestra economía en el resto del mundo durante este período se canalizó a través de esta vía. Posteriormente, la actividad emisora con estos títulos se redujo de forma notable, hasta tal punto que la captación efectiva de nuevos fondos ha venido siendo insuficiente para cubrir las amortizaciones. Ello refleja, en parte, las menores necesidades de financiación del sector financiero, dado el contexto de atonía macroeconómica. Pero responde también a las importantes dificultades de acceso a estos mercados, asociadas al aumento de la percepción de riesgos de los inversores y al menor apetito por incurrir en los mismos. Esta situación se ha plasmado también en un fuerte repunte de las primas de riesgo exigidas por los inversores a estos valores.

En el caso de las SNF, la apelación a los mercados de deuda ha sido tradicionalmente residual, ya que esta alternativa de financiación solamente ha venido siendo utilizada por las compañías de mayor dimensión. Pero, al contrario de lo sucedido con las empresas financieras, tras la crisis la captación neta de fondos ha mostrado un mayor dinamismo, aunque en términos de saldos vivos su importancia relativa sigue siendo reducida. Esta evolución diferencial se explica seguramente por las comparativamente más elevadas necesidades de financiación de estas compañías, dado que su mayor diversificación geográfica hace que su actividad esté menos ligada al ciclo económico nacional, y por la menor percepción de riesgo de los inversores, asociada tanto a esa mayor diversificación internacional como a su exposición más reducida a la deuda soberana. De hecho, las primas de riesgo exigidas por el mercado a estos títulos, aunque también se han elevado significativamente durante los últimos años, lo han hecho en menor medida que en el caso de las EC.

6.7.2012.