

Este artículo ha sido elaborado por Alberto Fuertes y Luna Romo, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

A lo largo del año 2013 se han ido consolidando las perspectivas de recuperación económica de los países desarrollados, especialmente de Estados Unidos y del Reino Unido, mientras que las de los países emergentes se han reducido. En este contexto, y pese a las expectativas de menores estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal —que se han materializado a principios de este año en la reducción del volumen de compras de activos (el denominado *tapering*)— y del consecuente repunte de los tipos de interés a largo plazo —aún en niveles históricamente reducidos—, el apetito por el riesgo y la búsqueda de rentabilidades por parte de los inversores se han reactivado. Tan solo durante el verano, y debido a los problemas de comunicación acerca de la estrategia de política monetaria por parte de la Reserva Federal, se observaron aumentos de la volatilidad en los mercados y cierta aversión al riesgo.

Estos desarrollos han marcado la evolución de los mercados de capitales en 2013, en un entorno en el que los procesos de consolidación fiscal y de desapalancamiento del sector privado han seguido su curso en los países desarrollados. Así, las emisiones globales en renta fija se han reducido debido a las caídas de las correspondientes a los sectores público y bancario, a pesar de que las emisiones de más riesgo (corporativas de alto rendimiento y de mercados emergentes) alcanzaron volúmenes récord.

Este artículo analiza la evolución reciente de los mercados internacionales de capitales, de economías tanto desarrolladas como emergentes, con un énfasis especial en los instrumentos de renta fija. El análisis se centra en las emisiones de sociedades no financieras y del sector bancario, prestando atención a los diferentes instrumentos de financiación. Además de la renta fija, se comenta la evolución de las emisiones de renta variable y de productos híbridos, así como los mercados financieros estructurados. El análisis se basa principalmente en datos obtenidos de Dealogic, y comprende emisiones a un plazo mayor o igual al año y medio.

Principales características de las emisiones internacionales de deuda en 2013

En 2013 las emisiones totales de los países desarrollados en renta fija se redujeron notablemente con respecto al año anterior, alcanzando una caída del -9 % (véanse cuadro 1 y gráfico 1). Esta reducción afectó tanto a las emisiones del sector público (-8 % ia) como a las del privado (-13 % ia). En el primer caso, la caída de emisiones se corresponde con el contexto de consolidación fiscal de estas economías, mientras que en el caso del sector privado destaca la caída de emisiones de los bancos, también en línea con la tendencia al desapalancamiento bancario, pues las emisiones de las sociedades no financieras se mantuvieron. Además de los factores mencionados —consolidación fiscal y desapalancamiento bancario—, que vienen condicionando las emisiones de deuda de los últimos años, en 2013 la principal novedad fue el impacto del cambio en el tono de la política monetaria de la Reserva Federal.

En los dos primeros trimestres de 2013 se mantuvo el buen ritmo de emisiones que ya venía manifestándose desde el verano de 2012, a pesar de que los datos macroeconómicos tendieron a ser desfavorables, sobre todo en el primer trimestre, lo que llevó a una cierta disociación entre la evolución financiera y la actividad. Durante este período, las

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MERCADOS DE DEUDA: VOLÚMENES DE EMISIÓN

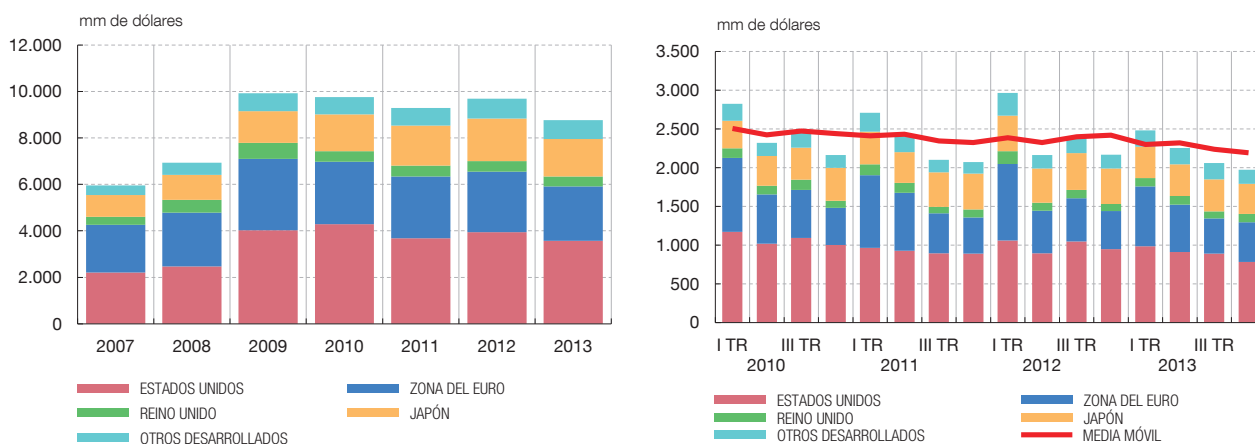
CUADRO 1

mm de dólares

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2013 | | | |
|--|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | | I TR | II TR | III TR | IV TR |
| BONOS TOTALES (a) | 9.564 | 10.103 | 9.194 | 2.604 | 2.375 | 2.149 | 2.067 |
| Bonos totales, por país | | | | | | | |
| Estados Unidos | 3.677 | 3.948 | 3.565 | 984 | 911 | 889 | 782 |
| Zona del euro | 2.667 | 2.593 | 2.352 | 772 | 612 | 456 | 512 |
| Reino Unido | 460 | 465 | 422 | 108 | 111 | 93 | 110 |
| Japón | 1.720 | 1.827 | 1.614 | 408 | 408 | 412 | 387 |
| EME (b) | 275 | 418 | 431 | 125 | 122 | 90 | 94 |
| Otros desarrollados | 764 | 851 | 810 | 208 | 212 | 209 | 181 |
| BONOS TOTALES, POR SECTOR/INSTRUMENTO | | | | | | | |
| Sector público | | | | | | | |
| Estados Unidos | 2.772 | 2.728 | 2.437 | 660 | 624 | 614 | 540 |
| Zona del euro | 1.709 | 1.675 | 1.619 | 529 | 463 | 306 | 322 |
| Reino Unido | 258 | 261 | 242 | 59 | 62 | 64 | 57 |
| Japón | 1.593 | 1.675 | 1.465 | 367 | 368 | 371 | 359 |
| EME | 84 | 107 | 102 | 27 | 25 | 29 | 21 |
| Otros desarrollados | 323 | 307 | 359 | 92 | 100 | 84 | 83 |
| TOTAL | 6.739 | 6.753 | 6.224 | 1.734 | 1.643 | 1.468 | 1.380 |
| Sociedades no financieras | | | | | | | |
| Estados Unidos | 508 | 690 | 684 | 181 | 174 | 183 | 145 |
| Zona del euro | 206 | 308 | 314 | 102 | 65 | 72 | 75 |
| Reino Unido | 63 | 104 | 84 | 26 | 25 | 12 | 20 |
| Japón | 75 | 92 | 102 | 22 | 32 | 25 | 23 |
| EME | 138 | 193 | 254 | 71 | 81 | 50 | 51 |
| Otros desarrollados | 104 | 159 | 126 | 27 | 43 | 33 | 24 |
| TOTAL | 1.095 | 1.547 | 1.563 | 429 | 420 | 375 | 339 |
| Sector bancario | | | | | | | |
| Estados Unidos | 313 | 382 | 285 | 100 | 79 | 48 | 58 |
| Zona del euro | 733 | 570 | 383 | 128 | 76 | 76 | 104 |
| Reino Unido | 119 | 78 | 53 | 12 | 13 | 6 | 22 |
| Japón | 44 | 47 | 37 | 15 | 6 | 13 | 3 |
| EME (c) | 53 | 118 | 76 | 26 | 16 | 11 | 22 |
| Otros desarrollados | 296 | 343 | 284 | 78 | 57 | 83 | 65 |
| TOTAL | 1.558 | 1.538 | 1.118 | 359 | 248 | 238 | 273 |
| Otras instituciones financieras | | | | | | | |
| Estados Unidos | 83 | 148 | 159 | 42 | 33 | 44 | 40 |
| Zona del euro | 19 | 39 | 36 | 14 | 8 | 2 | 12 |
| Reino Unido | 20 | 23 | 43 | 12 | 10 | 11 | 11 |
| Japón | 9 | 13 | 10 | 3 | 2 | 3 | 2 |
| Otros desarrollados | 41 | 42 | 40 | 11 | 11 | 8 | 10 |
| TOTAL | 172 | 264 | 288 | 82 | 64 | 68 | 74 |
| PROMEMORIA | | | | | | | |
| Bonos garantizados (d) | | | | | | | |
| Zona del euro | 349 | 236 | 112 | 36 | 31 | 22 | 23 |
| Otros | 165 | 170 | 98 | 28 | 20 | 25 | 25 |
| TOTAL | 514 | 405 | 209 | 64 | 51 | 46 | 48 |
| Bonos de alto riesgo | | | | | | | |
| Estados Unidos | 180 | 281 | 250 | 78 | 64 | 64 | 45 |
| Zona del euro | 38 | 42 | 84 | 26 | 16 | 14 | 28 |
| Reino Unido | 19 | 21 | 38 | 11 | 13 | 6 | 8 |
| Japón | 5 | 7 | 10 | 0 | 0 | 7 | 3 |
| Otros desarrollados | 25 | 38 | 29 | 5 | 12 | 6 | 7 |
| TOTAL | 267 | 388 | 411 | 120 | 105 | 97 | 90 |
| Préstamos sindicados | | | | | | | |
| Estados Unidos | 1.308 | 1.176 | 1.549 | 348 | 416 | 355 | 431 |
| Zona del euro | 931 | 629 | 794 | 191 | 169 | 220 | 213 |
| Reino Unido | 429 | 343 | 425 | 89 | 106 | 106 | 123 |
| Japón | 542 | 557 | 558 | 153 | 127 | 146 | 133 |
| EME | 371 | 402 | 386 | 93 | 120 | 91 | 82 |
| Otros desarrollados | 614 | 517 | 626 | 130 | 180 | 122 | 194 |
| TOTAL | 4.194 | 3.624 | 4.337 | 1.004 | 1.118 | 1.039 | 1.176 |

FUENTE: Dealogic.

- a Totales estimados.
b En economías emergentes solo se incluyen emisiones en mercados internacionales.
c En el sector bancario de economías emergentes se incluyen otras instituciones financieras no bancarias.
d Se incluyen los bonos garantizados emitidos por todas las entidades, por lo que la base emisora es más amplia que el sector bancario.



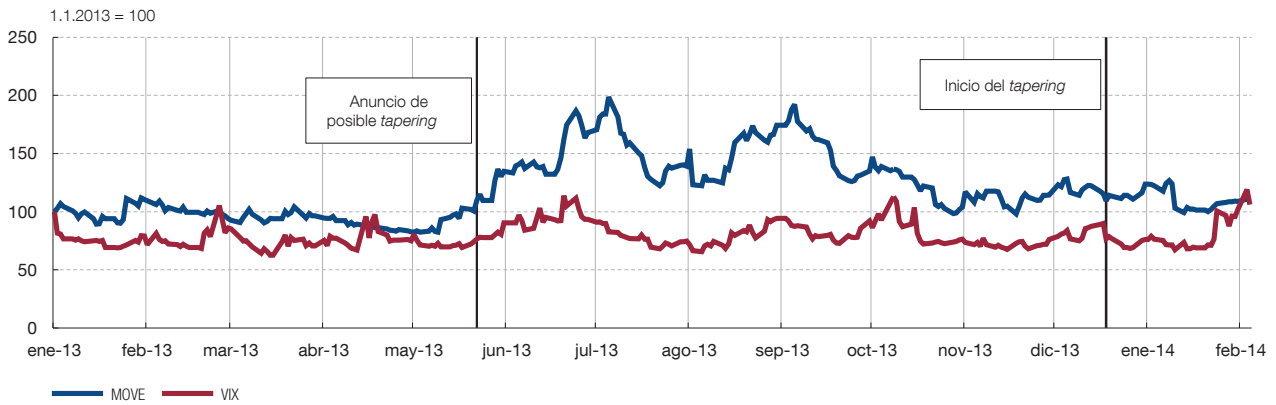
FUENTE: Dealogic.

políticas monetarias mantuvieron el sesgo expansivo y los bajos tipos de interés, lo que alimentó el apetito por el riesgo y la búsqueda de rentabilidades por parte de los inversores. Este contexto, unido a una percepción de menor riesgo sobre la materialización de eventos extremos, propició un entorno de menor incertidumbre, que se reflejó en una volatilidad muy reducida y en diferenciales de riesgo de crédito en niveles mínimos, especialmente en los segmentos de mayor riesgo, como el corporativo de alto rendimiento (*high yield*).

Cabe destacar que el buen comportamiento en las emisiones de sociedades no financieras (SNF) durante los dos primeros trimestres se produjo pese a la incertidumbre creada por ciertos sucesos políticos, como las elecciones en Italia y el rescate a Chipre, que tuvo al final un impacto menor de lo esperado. En Estados Unidos, las negociaciones políticas han mantenido la incertidumbre sobre la política fiscal durante todo el año; el 1 de marzo entraron en vigor los recortes automáticos de gasto (el *sequester*), y la tensión se intensificó con el cierre parcial de la administración federal, en octubre. Sin embargo, igual que en la zona del euro, estos desarrollos de la política fiscal en Estados Unidos tuvieron un efecto limitado en los mercados.

La mejora de los datos económicos a partir del segundo trimestre, especialmente en Estados Unidos, reforzó el optimismo y reactivó el debate sobre la posibilidad de reducir los estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal, que se concretó con el anuncio en mayo de la posible disminución en el ritmo de compra de activos o *tapering*. Estas discusiones crearon incertidumbre en los mercados, lo que se tradujo en una caída de las emisiones de deuda durante los meses de verano. La caída revirtió en septiembre, cuando la Reserva Federal consiguió que los mercados financieros separaran la reducción en el ritmo de compras de activos, que quedó aplazada ese mes, y la eventual subida de tipos de interés, que no se considera inmediata.

Al margen de las caídas en las emisiones del sector financiero y de sector público, que ya se venían produciendo, el anuncio de *tapering* en mayo provocó la reducción de las emisiones en los sectores con mayor apetito por el riesgo, como el *high yield* corporativo y el de los mercados emergentes, hasta entonces muy dinámicas. La incertidumbre sobre la política monetaria generó un aumento de la volatilidad, especialmente en renta fija, que fue remitiendo conforme se fueron aclarando los mensajes de la Reserva Federal.



FUENTE: Datastream.

Tras el episodio del verano, un período en el que tradicionalmente se reduce la actividad emisora, la colocación de deuda repuntó en septiembre (las emisiones aumentaron un 28 % con respecto al mes anterior en las economías desarrolladas) y se mantuvo en niveles ligeramente inferiores a los de 2012 en el último trimestre. Cabe destacar que los mercados financieros reaccionaron de un modo mucho más positivo a la decisión de iniciar el *tapering*, adoptada en la última reunión del año del Federal Open Market Committee (FOMC), en diciembre, fruto del esfuerzo de comunicación hecho por la Reserva Federal en los meses anteriores, de forma que no se produjo un repunte en la volatilidad similar al observado en mayo (véase gráfico 2).

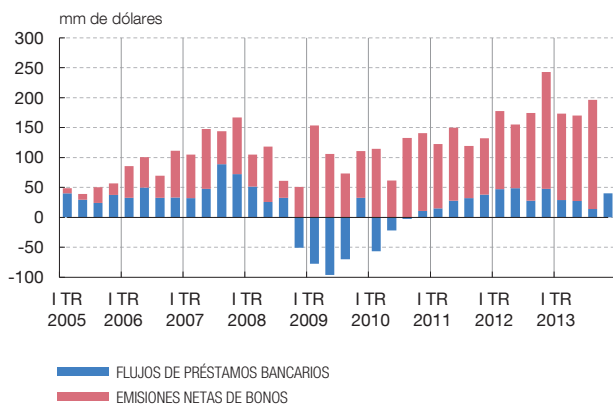
De este modo, el año terminó con un entorno favorable en los mercados, con unos tipos de interés más normalizados, aunque todavía en niveles históricamente bajos, poca volatilidad y políticas monetarias expansivas (principalmente, en la zona del euro y en Japón). Se mantiene, por tanto, un escenario de apetito por el riesgo y de práctica desaparición de los riesgos de cola, que resulta favorable para las emisiones. Esta tendencia se ha prolongado a comienzos del año en curso, a pesar de los interrogantes sobre los efectos que una futura subida de los tipos de interés pueda ocasionar y de las turbulencias registradas en los mercados emergentes.

Un rasgo relevante del año, que supone una continuidad respecto a ejercicios anteriores, es que se mantuvo el proceso de desintermediación bancaria y desapalancamiento del sector financiero. Esto hizo que en la zona del euro las SNF sustituyesen financiación bancaria por emisiones de deuda, en un contexto en el que el coste de la financiación bancaria se ha encarecido, en parte por los cambios regulatorios. En Estados Unidos, este proceso ha sido menos intenso en el último año, ya que, por un lado, la situación de partida es diferente, pues la importancia de la financiación a través de mercados es mayor, y, por otro lado, en ese país el proceso de desapalancamiento de las entidades bancarias comenzó antes y está más avanzado (véase gráfico 3).

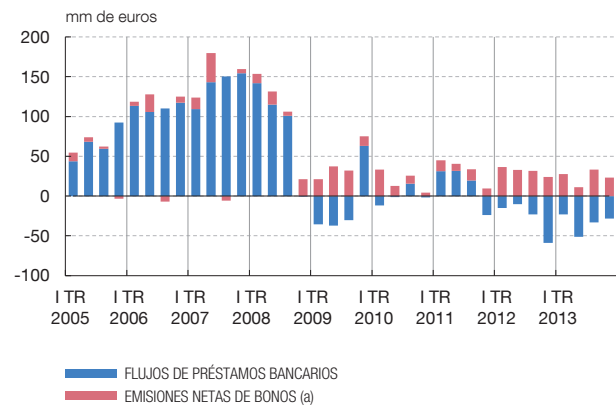
MODERACIÓN DE LAS EMISIONES EN PAÍSES DESARROLLADOS Y FUERTE DINAMISMO EN EMERGENTES

En 2013, el total de emisiones en los países desarrollados alcanzó los 8.763 mm de dólares, siendo el año con un menor volumen desde 2008. Por países, la caída fue generalizada, con un comportamiento ligeramente peor en Japón. Como ya se ha comentado, la evolución cronológica fue diferenciada, con caídas respecto al año anterior en todos los trimestres, salvo el segundo (6 % ia) y baja actividad emisora en los meses de verano, tras el anuncio del *tapering*. La mayor proporción de emisiones de 2013 volvió a concentrarse en Estados Unidos (41 % del total), seguida de la zona del euro (27 %), Japón (18 %) y Reino Unido (5 %), sin que se hayan producido cambios en los pesos relativos de cada

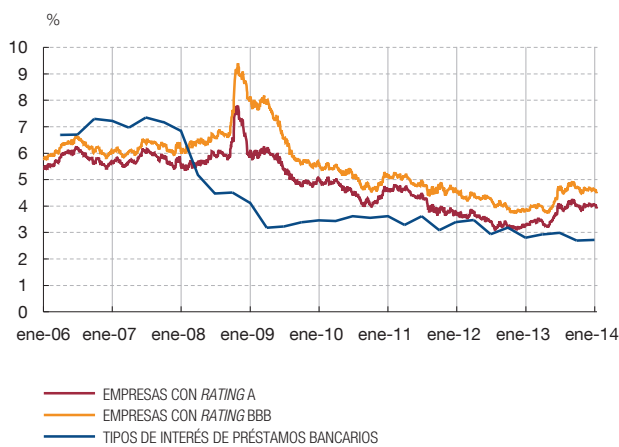
FLUJOS DE FINANCIACIÓN DE LAS SNF DE ESTADOS UNIDOS



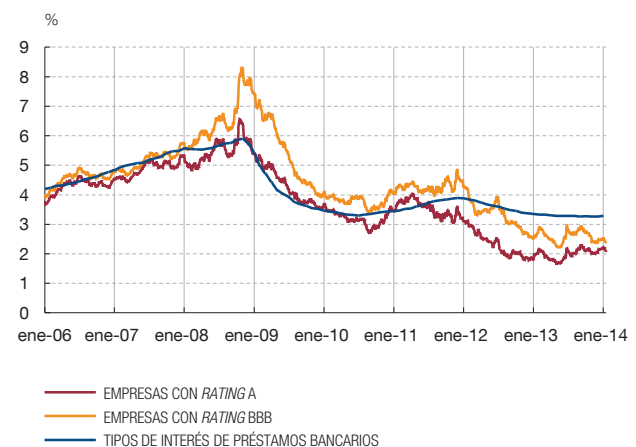
FLUJOS DE FINANCIACIÓN DE LAS SNF DE LA ZONA DEL EURO



COSTES DE FINANCIACIÓN DE LAS SNF DE ESTADOS UNIDOS



COSTES DE FINANCIACIÓN DE LAS SNF DE LA ZONA DEL EURO



FUENTES: Reserva Federal, Banco Central Europeo y JP Morgan.

a No incluidos los datos de diciembre en el cuatro trimestre de 2013.

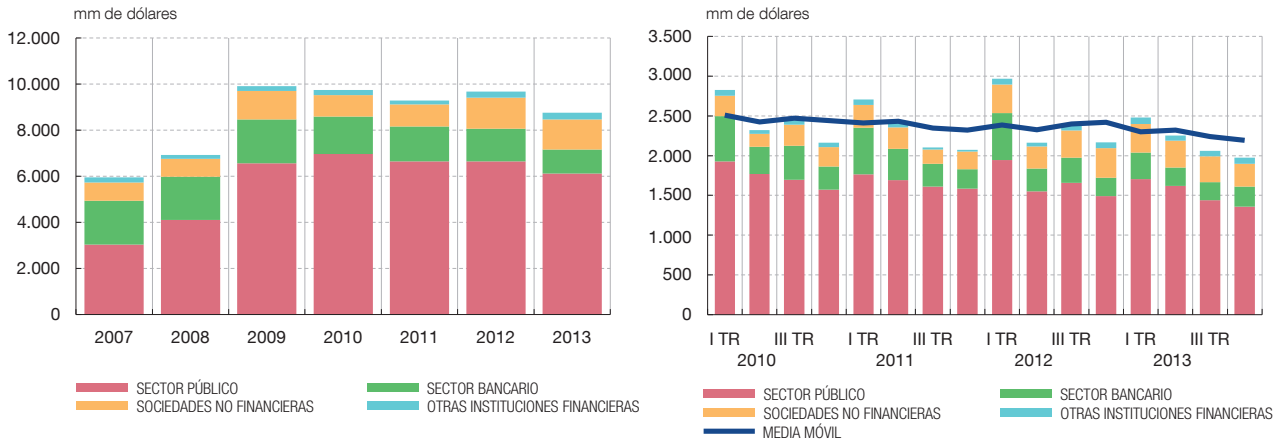
región con respecto al año anterior. El cuadro 1 presenta los volúmenes totales emitidos, así como su desagregación por países y sectores.

El sector público se mantuvo como el mayor emisor de deuda (70 % del volumen total), con unas emisiones que cayeron un 8 %, hasta los 6.123 mm de dólares (véase gráfico 4). Por países, las mayores reducciones se produjeron en el sector público de Japón (-13 % ia) y en el de Estados Unidos (-11 % ia). Cabe destacar que, pese a los profundos procesos de ajuste fiscal en el sector público de los países europeos, las emisiones no cayeron de un modo muy pronunciado (-3 % ia en la zona del euro), debido a que la mayoría de las colocaciones se dedicó a la refinanciación de deuda.

Por otro lado, el volumen emitido por el sector bancario disminuyó notablemente (-27 % ia), debido a los procesos de desapalancamiento y a la necesidad de adecuación a las nuevas normas regulatorias de Basilea III. Las sociedades no financieras disminuyeron levemente sus emisiones en 2013 (-3 % ia), alcanzando los 1.310 mm de dólares, superando al sector bancario. Finalmente, la categoría de «otras instituciones financieras», que incluye los SPV (del inglés *Special Purpose Vehicles*), así como el resto del sector financiero no bancario, mostró el mejor comportamiento de todos los sectores durante el año, con un crecimiento del 9 %, aunque solo representa el 3 % de todas las emisiones. El gráfico 4 muestra la

EMISIÓN BRUTA DE BONOS DE PAÍSES DESARROLLADOS, POR SECTORES EMISORES

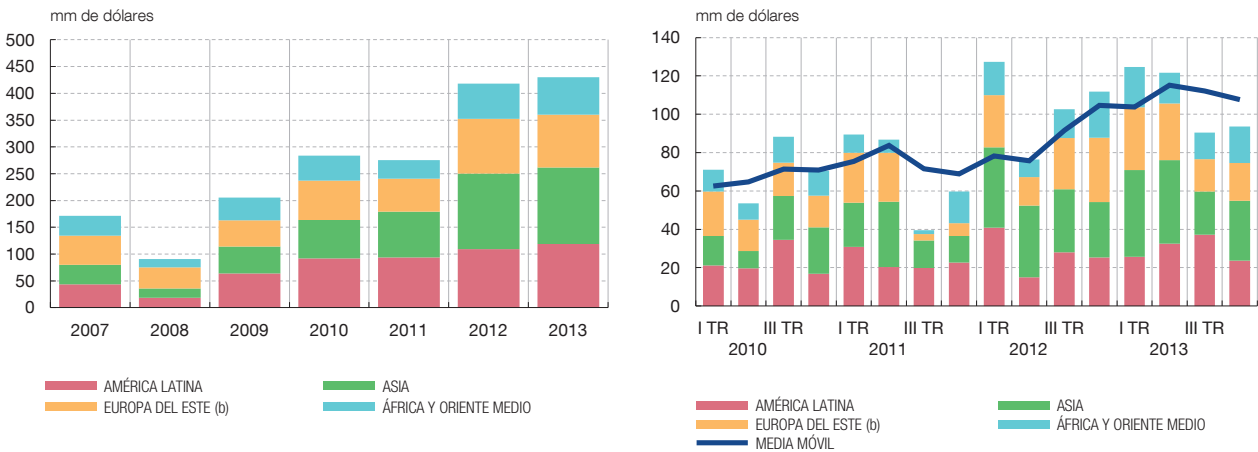
GRÁFICO 4



FUENTE: Dealogic.

EMISIÓN BRUTA DE BONOS DE PAÍSES EMERGENTES, POR REGIONES (a)

GRÁFICO 5

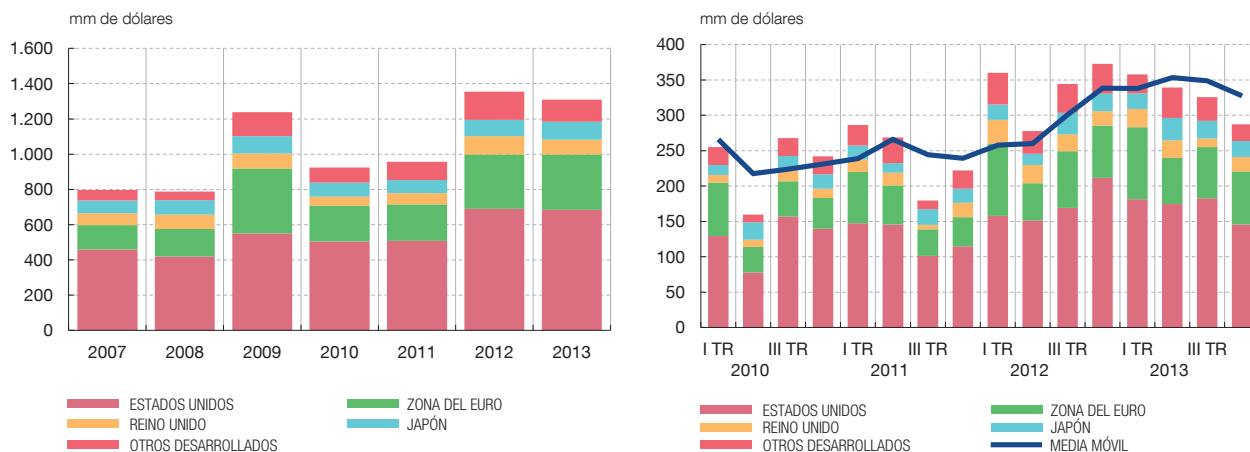


FUENTE: Dealogic.

- a Solo se incluyen las emisiones en mercados internacionales.
- b Incluida la antigua URSS.

evolución anual y trimestral de las emisiones en los mercados de los países desarrollados, por sectores.

En las economías emergentes hubo mucho mayor dinamismo, pese a los efectos que el anuncio de *tapering* en mayo tuvo en los flujos de capitales a este grupo de países y en las emisiones de los países más vulnerables. Este buen comportamiento fue muy similar al experimentado por los bonos corporativos de alto rendimiento, de modo que las emisiones en estas dos clases de activos evolucionaron de manera similar a lo largo del año. La búsqueda de rentabilidades y el apetito por el riesgo hicieron que los mercados emergentes fueran muy atractivos para los inversores durante buena parte del ejercicio, en el que se alcanzó un máximo histórico de emisiones con un volumen de 431 mm de dólares, lo que supone un aumento del 3% sobre 2012 (véase gráfico 5). Por regiones, el mayor crecimiento se produjo en América Latina (9% ia), seguida por África y Oriente Medio (7%) y Asia (1%), mientras que en Europa del Este disminuyeron (-4%). La mayor parte de las colocaciones se produjo en Asia, con 143 mm de dólares. Por sectores, cabe



FUENTE: Dealogic.

destacar que aumentaron las emisiones de SNF (31 %), en detrimento de las de los bancos (-35 %) y las del sector público (-5 %). El mayor apetito por el riesgo se reflejó en la proporción de emisiones de alto riesgo, que aumentó hasta representar un 27 % del total, comparado con un 17 % en 2012, incluyendo numerosos soberanos y corporativos que emitían por primera vez. Por denominación de la deuda, el crecimiento en las emisiones en moneda local superó (7 % ia) al de las denominadas en moneda extranjera (3 %), representando un 9 % del total de emisiones.

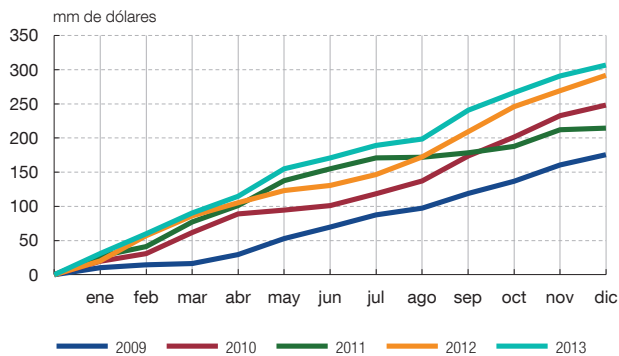
FORTALEZA DE LAS EMISIONES DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS (SNF)

Las SNF mantuvieron un volumen de emisiones similar al que se venía observando en 2012, con un leve descenso del 3 % (véase gráfico 6). Por regiones, Japón (10 % ia) experimentó un fuerte aumento y el Reino Unido descendió notablemente, mientras que la zona del euro (2 % ia) y Estados Unidos (-1 % ia) se mantuvieron prácticamente estables. No obstante, en este país se produjo la mayor colocación de deuda corporativa de la historia: un bono de grado de inversión de 49 mm de dólares emitido en septiembre por Verizon Communications Inc., para financiar parcialmente la compra de Verizon Wireless.

Estas tendencias obedecen, por un lado, a unas condiciones favorables en los mercados financieros y al ya mencionado apetito por el riesgo, unidos al encarecimiento del coste de la financiación bancaria en términos relativos, que se viene produciendo desde principios de 2009 (principalmente, en la zona del euro) (véase gráfico 3), lo que inclina a las empresas con acceso a los mercados a acudir a estos para obtener fondos.

Por otro lado, las discusiones en torno a la retirada de los estímulos por parte de la Reserva Federal pusieron de manifiesto la importancia del riesgo de tipo de interés. Los emisores han sido más conscientes del riesgo de un entorno crediticio más restrictivo, lo que ha podido llevar a adelantar sus programas de emisión y a realizar colocaciones a un plazo más dilatado. Con respecto a la composición de las emisiones, la deuda corporativa de alto rendimiento fue la que mejor se comportó, alcanzando un volumen récord en 2013 de 307 mm de dólares, lo que supone un incremento del 5 % con respecto al año anterior (véase gráfico 7). Estas emisiones aumentaron en todos los países desarrollados, salvo en Estados Unidos, siendo especialmente pronunciado el crecimiento en la zona del euro (110 % ia), donde en el pasado las empresas recurrían de modo más intenso a la financiación bancaria. La mejor evolución de las emisiones corporativas de

EMISIONES ACUMULADAS ANUALES DE BONOS DE ALTO RENDIMIENTO DE LAS SNF



RIESGO DE CRÉDITO DE BONOS DE SNF EN EEUU



FUENTES: Dealogic y JP Morgan.

alto rendimiento con respecto a las más seguras (*investment grade*) se explica no solo por la búsqueda de rentabilidades, sino también por la menor percepción del riesgo que conllevan. Esto se refleja en la compresión de los diferenciales de riesgo de crédito (véase gráfico 7) y en unas tasas de morosidad reducidas (en torno al 2 % en Estados Unidos, según la agencia Fitch).

Con respecto a la finalidad de las emisiones, cabe destacar el gran aumento en el volumen destinado a la recapitalización de las sociedades no financieras en la zona del euro, alcanzando los 22,5 mm de dólares en 2013, mientras que en 2012 tan solo fue de 1,6 mm de dólares. En Estados Unidos lo más relevante fue el aumento de las emisiones destinadas a las adquisiciones, con un volumen de 77,3 mm de dólares en 2013 (18 % ia¹), debido principalmente a la emisión de Verizon Communications Inc. ya comentada anteriormente. Así, otro hecho favorable relativo a la financiación de las SNF fue la buena evolución de la actividad en fusiones y adquisiciones (M&A), que aumentó un 9 % con respecto a 2012, alcanzando los 2.910 mm de dólares y siendo el volumen más alto desde el año 2008.

FUERTE REDUCCIÓN DE LAS EMISIONES BANCARIAS

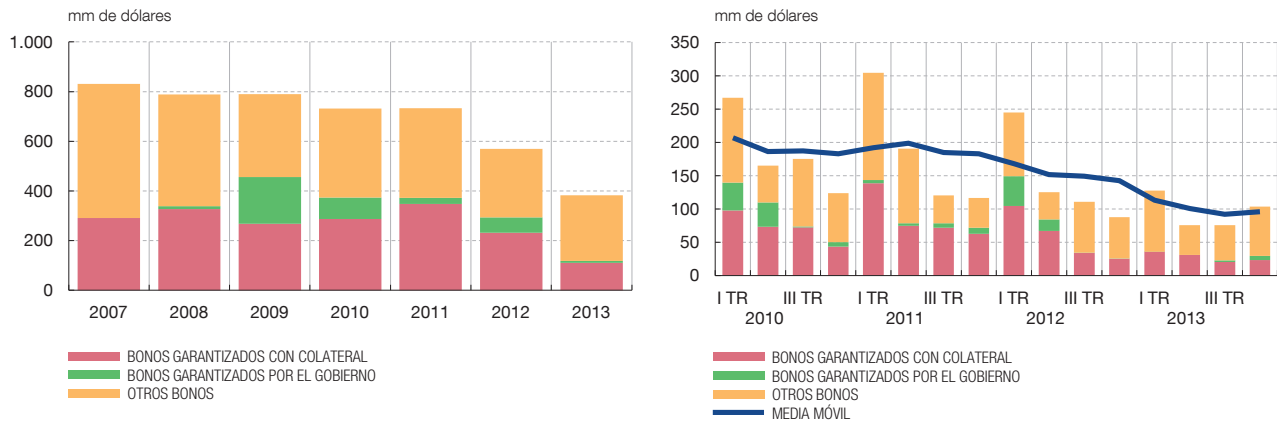
Durante el año 2013 se ha profundizado el proceso de desapalancamiento y desintermediación bancaria, con un desplome en las emisiones de los bancos en los países desarrollados de un 27 %, alcanzando los 1.043 mm de dólares, mucho mayor que la caída del 6 % experimentada en 2012. En los países desarrollados, las emisiones bancarias se han reducido algo menos de la mitad (45 %) desde 2007. Por regiones, se observaron descensos en todas las áreas, si bien las caídas más pronunciadas se produjeron en la zona del euro y en Reino Unido (-33 % ia y -32 % ia, respectivamente), a diferencia de los primeros años de la crisis, en los que el desapalancamiento fue más intenso en el caso de los bancos americanos (véanse gráficos 8 y 9).

Es importante mencionar el aumento de las emisiones de ciertos instrumentos en 2013, como los bonos convertibles contingentes (*contingent convertible capital* o CoCos), debido a las mayores necesidades de capital impuestas por los nuevos requisitos regulatorios, ya que este tipo de bonos puede ser incluido como capital *Tier 1* o *Tier 2* en los balances (véase recuadro 1).

¹ En todo caso, Dealogic asigna a dos tipos de usos poco definidos («objetivos corporativos generales» y «varios») la mayoría de las emisiones (el 73 % en Estados Unidos y el 84 % en la zona del euro).

EMISIÓN DE BONOS POR EL SECTOR BANCARIO DE LA ZONA DEL EURO

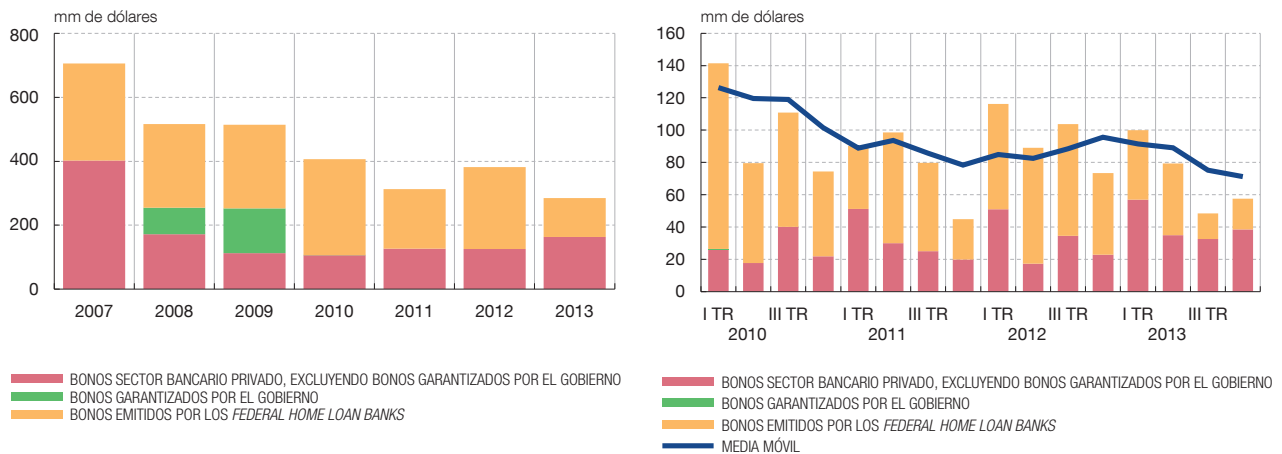
GRÁFICO 8



FUENTE: Dealogic.

EMISIÓN DE BONOS POR EL SECTOR BANCARIO DE ESTADOS UNIDOS

GRÁFICO 9



FUENTE: Dealogic.

Por su parte, la deuda garantizada con colateral (*covered bonds*) ha continuado representando una importante fuente de financiación de la banca tanto en Europa, donde tiene larga tradición, como —cada vez más— fuera de ella. Esta clase de bonos es un instrumento vital para el sector bancario de aquellos países en los que se ha empleado para la financiación de la actividad hipotecaria, como en Alemania o España. La emisión de deuda garantizada con colateral en 2013 alcanzó un total de 209 mm de dólares, en lo que fue el año más débil desde el 2001. Esta debilidad fue más acusada en la zona del euro (en la que se registró el menor nivel de actividad desde 1996) que en el resto del mundo (véase gráfico 10).

Si nos centramos en Europa², las menores emisiones en 2013 se debieron, en primer lugar, a una serie de factores de oferta de carácter estructural, como las menores necesidades de financiación europea provocadas por el desapalancamiento bancario o la debilidad en la generación de préstamos hipotecarios en algunos países, así como a factores vinculados con cambios regulatorios, como la mayor preocupación por el *asset*

2 Cuando aludimos a Europa nos referimos, fundamentalmente, a la zona del euro y a Reino Unido.

Una de las características más relevantes en los dos últimos años es la proliferación de deuda bancaria con unas características que facilitan la absorción de pérdidas por parte de los bonistas bajo determinadas circunstancias, deuda conocida por su denominación en inglés de *contingent convertible capital* o «CoCos». Este tipo de emisiones, muy frecuente antes de la crisis, resurge en un entorno regulatorio en el que se delimitan de un modo más claro sus características para formar parte del capital de los bancos y en que parecen más evidentes los supuestos en los que tienen que absorber pérdidas.

Los nuevos requerimientos de capital introducidos en Basilea III establecen que los CoCos puedan computar como capital adicional *Tier 1* o capital *Tier 2*, dependiendo de sus características. Los CoCos tienen dos rasgos básicos: el mecanismo de absorción de pérdidas y la condición que activa dicho mecanismo. Las pérdidas pueden absorberse de dos maneras: convirtiendo la deuda en acciones o rebajando total o parcialmente el valor del principal. Por su parte, el hecho que motiva esta conversión o rebaja puede ser automático (el nivel de capital con respecto a los activos ponderados por el riesgo) o discrecional, a juicio del regulador.

Basilea III establece que para que los CoCos computen como capital de máxima calidad han de ser perpetuos y su conversión a capital o su recorte del principal ha de estar vinculada (automática o discrecionalmente) al hecho de no mantener el 5,125 % de capital *core Tier 1*. Por otro lado, la implementación de estas normas no es completamente homogénea entre jurisdicciones, por lo que tanto el ritmo como las características de estos productos presentan diferencias en función de la residencia del emisor. En el mismo sentido, el diferente tratamiento fiscal también influye en el diseño de las emisiones. Por todo ello, no resulta sorprendente que, a pesar del dinamismo en el mercado primario, aún no exista un mercado secundario líquido y profundo para negociar estos instrumentos. En este sentido, cabe destacar la iniciativa de algún banco privado para desarrollar un índice de referencia para este

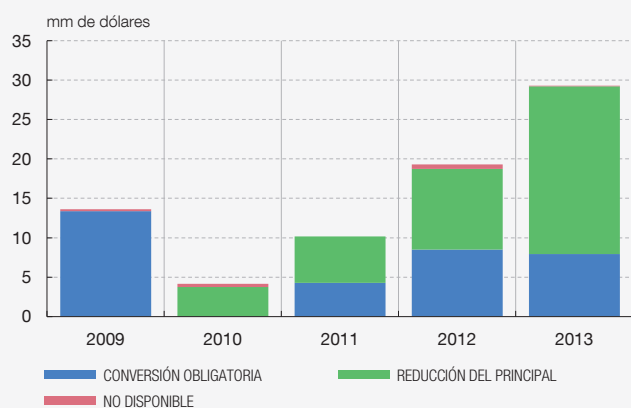
mercado. La situación de este tipo de productos era muy diferente en los años anteriores a la crisis financiera, con una mayor variedad de instrumentos y menos uniformidad en la regulación entre las diferentes jurisdicciones¹.

En cuanto a la evolución reciente, durante 2013 se ha observado un crecimiento muy pronunciado, con un volumen de emisiones de 29,3 mm de dólares² y un crecimiento del 51 % con respecto al año anterior. Pese a ello, las cifras aún son modestas si las comparamos con otros tipos de deuda emitidos por los bancos. Así, desde el año 2009 los bancos han emitido alrededor de 76 mm de dólares de CoCos, mientras que durante el mismo período emitieron deuda subordinada (sin contar CoCos) por valor de 550 mm de dólares y deuda sénior no asegurada por valor de 4,1 billones de dólares.

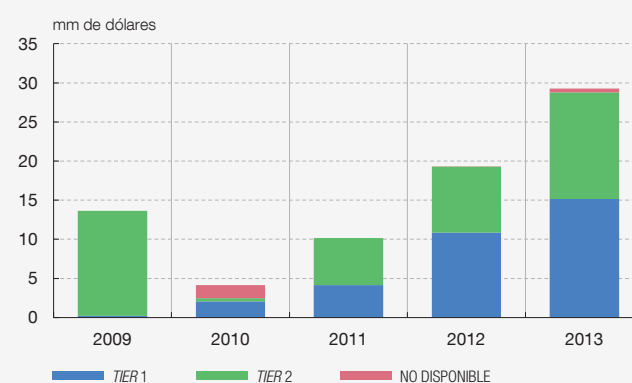
Esta evolución se enmarca en un contexto muy favorable para la demanda de todo tipo de activos híbridos³ (no solo de CoCos). De hecho, en el caso de las sociedades no financieras —donde no confluyen condicionamientos de carácter regulatorio— también se ha observado un notable repunte en la emisión de estos productos, los cuales ofrecen generalmente mayores retornos que los productos de deuda tradicionales. Además, los híbridos pueden permitir optimizar los costes financieros y fiscales del emisor, y las agencias de *rating* pueden tratar una porción o el total de estos instrumentos como capital en el proceso de calificación financiera⁴.

- 1 Véase «Los instrumentos híbridos en los recursos propios de las entidades financieras: naturaleza y cambios tras la crisis financiera», de José Manuel Marqués Sevillano y Alicia Sanchis Arellano, *Estabilidad Financiera*, noviembre de 2009, Banco de España.
- 2 La muestra consiste en CoCos emitidos por bancos. Los datos se han obtenido de Bloomberg.
- 3 Por instrumentos híbridos entendemos todos aquellos valores que no son ni acciones ni bonos ordinarios, y que combinan características de ambos.
- 4 Esto es así al margen del tratamiento contable que puedan tener dichos instrumentos.

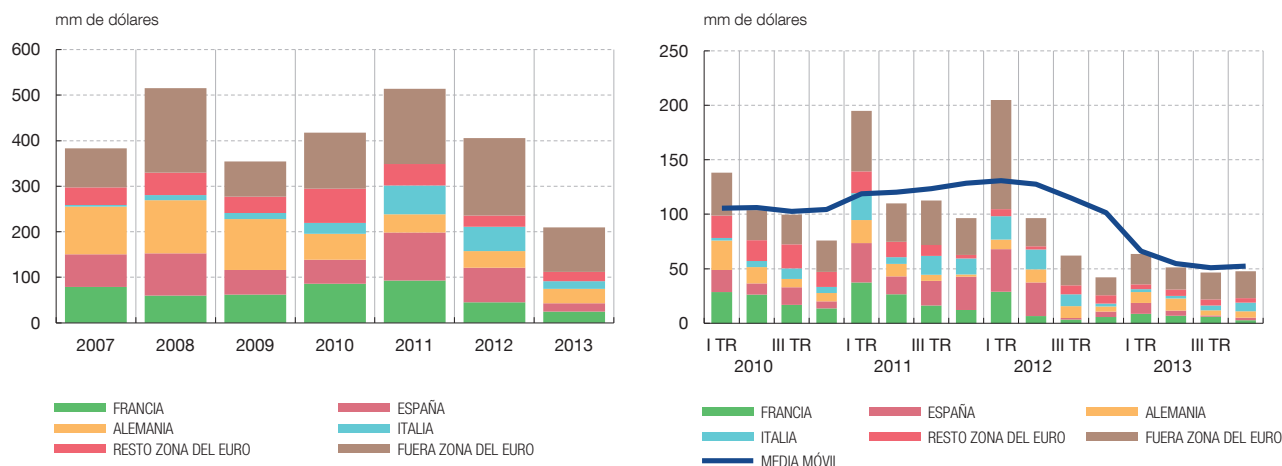
EMISIONES, POR MECANISMO DE ABSORCIÓN DE PÉRDIDAS



EMISIONES, POR TIPO DE CAPITAL



FUENTE: Bloomberg, prospectos de las emisiones.



FUENTE: Dealogic.

*encumbrance*³. A esto se añade que, por el momento, los subyacentes alternativos a los tradicionales (préstamos a pymes) siguen siendo poco utilizados. En segundo lugar, las buenas condiciones de mercado en 2013 habrían permitido a más entidades diversificar sus fuentes de financiación a través de la emisión de una mayor proporción de deuda sénior no colateralizada, si bien esta también cayó en términos absolutos. Así, los volúmenes de deuda garantizada con colateral observados en años anteriores obedecieron a su carácter defensivo, ya que, en un entorno de elevada volatilidad, algunos emisores no tuvieron disponibles otras fuentes de financiación. Por último, también resulta relevante destacar la existencia de programas alternativos, como las LTRO o el *Funding for Lending Scheme* inglés, que han contribuido a aliviar las tensiones de financiación.

En cualquier caso, es importante resaltar que a lo largo del año la demanda de la deuda garantizada con colateral europea siguió siendo robusta y con tasas de sobresubscripción altas. La búsqueda de rentabilidad y la mayor estabilidad también aseguraron el interés de los inversores por los países más afectados por la crisis del euro, cuyo peso en el mercado primario de emisiones no retenidas en la zona del euro aumentó en 2013, especialmente en el cuarto trimestre, y en el que se registraron pocas retenciones de deuda garantizada con colateral⁴. Las emisiones en 2013 tendieron, además, a ser de mayor plazo. En los mercados secundarios hubo una compresión generalizada de diferenciales que solo se vio interrumpida en el episodio de volatilidad vivido entre junio y septiembre, y que afectó, como en otras ocasiones, sobre todo a los periféricos. En 2013 también destacaron algunas innovaciones puntuales en este mercado, como la emisión de *covered bonds* con la posibilidad de extender sus vencimientos en caso de impago

3 Además, aún persiste la incertidumbre sobre el tratamiento de la deuda garantizada con colateral en algunos aspectos de la nueva normativa regulatoria europea, como la próxima LCR o la futura directiva de resolución europea. En una encuesta de Fitch a inversores, estos señalaron el tratamiento regulatorio de los *covered bonds* como uno de los principales retos en el futuro para estos instrumentos.

4 Es posible que estas se hayan producido, pero que no se hayan registrado en Dealogic. Al respecto, destacó el anuncio del BCE en julio sobre los nuevos recortes (*haircuts*) en los ABS y *covered bonds* usados como colateral en el BCE, con el objetivo de darles un tratamiento más uniforme, y distinguió por primera vez entre *covered bonds* retenidos y públicos, penalizando los primeros, aunque la penalización quedó diluida por una definición generosa aplicada a los retenidos. Por otro lado, de acuerdo con Bank of America - Merrill Lynch, se han registrado recolocaciones en el mercado de bonos garantizados que habían sido inicialmente retenidos.

del emisor o emisiones con un subyacente distinto de las hipotecas, como los préstamos a pymes⁵.

Fuera del continente europeo también se observó una caída en las emisiones de *covered bonds*, debido fundamentalmente a la reducción de la actividad en sus principales emisores: Canadá y Australia. Aun así, las entidades no europeas supusieron en 2013 el 16 % de la deuda garantizada con colateral (frente al 21 % en 2012), por lo que se consolida su importancia como emisores de esta clase de instrumentos. Los bancos canadienses se enfrentaron a la tarea de establecer programas adaptados a los nuevos requerimientos de finales de 2012 y no volvieron a emitir hasta julio. Las emisiones australianas se normalizaron después de los máximos alcanzados en 2012 (su legislación fue aprobada a finales de 2011) y volvió a aumentar en 2013 la proporción en la financiación bancaria de otros instrumentos, como deuda sénior sin colateral y RMBS. Tanto Canadá como Australia fueron importantes emisores en el mercado de deuda garantizada con colateral en dólares en 2012; sin embargo, durante 2013 los canadienses emitieron en mayor proporción en euros. En relación con esto, el peor tratamiento regulatorio que este tipo de instrumentos tiene en Estados Unidos frente a Europa afecta negativamente a la demanda por parte de inversores originarios de ese país. A esto hay que añadir que, desde el punto de vista de la oferta, la falta de una legislación específica en Estados Unidos explica que el mercado siga dominado por los emisores extranjeros, en particular Canadá. Sí se siguió avanzando, en cambio, en la creación de legislaciones en otros países: Corea de Sur se convirtió en el primer país asiático con una legislación específica de deuda garantizada con colateral y Nueva Zelanda continuó avanzando en este sentido. La autoridad monetaria de Singapur estableció las reglas finales para la emisión de esta clase de deuda, si bien continuó sin una normativa específica por el momento. En el caso de Latinoamérica, destacó la emisión realizada por Santander Chile, inaugurando la legislación chilena de bonos hipotecarios aprobada en 2012.

Actividad en otros mercados

BUEN COMPORTAMIENTO DE LAS EMISIONES DE RENTA VARIABLE

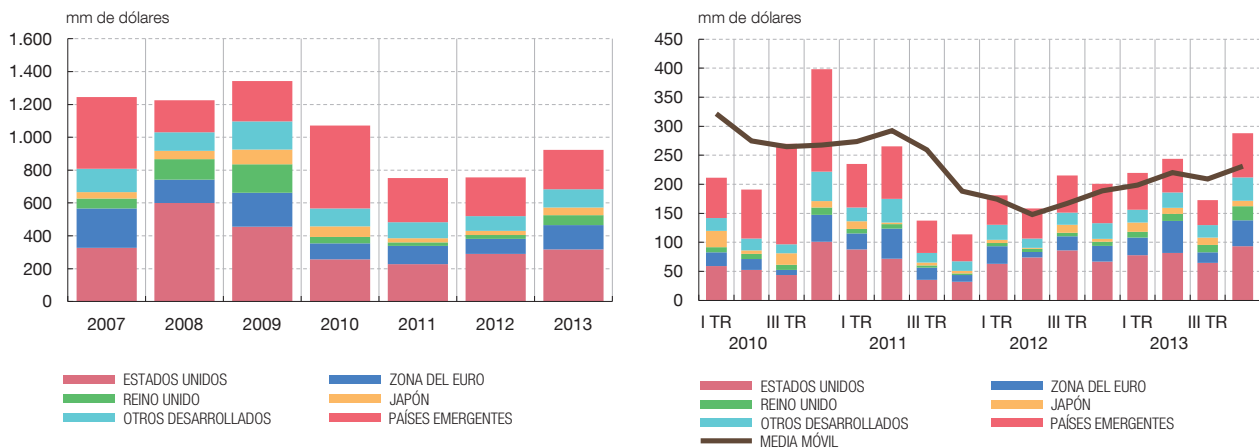
La emisión de acciones⁶ en el año 2013 (924 mm de dólares) fue la más alta desde 2010 (véase gráfico 11). A pesar de que el nivel de emisiones se mantiene por debajo de los niveles de 2006-2007, se puede considerar que 2013 fue un año de recuperación para estos mercados, sobre todo en el caso de los países desarrollados. La recuperación se extendió a casi todas las categorías de acciones, siendo reseñables las altas emisiones de las convertibles. Las emisiones a lo largo del año no se comportaron de manera uniforme y fueron variando en función de las perspectivas macroeconómicas de cada momento o de las correcciones en bolsa producidas en verano. De este modo, a la debilidad del tercer trimestre de 2013 le siguió un cuarto trimestre con bastante mayor dinamismo.

Uno de los factores que más favoreció este buen comportamiento fue la recuperación de los mercados bursátiles en los principales países desarrollados. Esta mejoría se fundamentó, por un lado, en la perspectiva de mejor crecimiento económico para 2014, especialmente para el caso de Estados Unidos, y en la mayor estabilidad de los mercados; y, por otro, en la dinámica de búsqueda de rentabilidad fuera de la renta fija: en 2013 los flujos hacia los fondos de acciones a escala mundial superaron a los de bonos por primera vez desde 2007⁷, ante el mayor retorno de las acciones. En relación con el efecto que las condiciones monetarias expansivas pueden estar teniendo en los mercados de renta

5 Tras el *covered bond* de Commerzbank apoyado por préstamos a pymes, emitido en febrero, NIBC (Holanda) colocó el primer *covered bond* de clase *pass-through* en octubre. Se trata de una estructura que permite alcanzar *ratings* más altos y estables que los bonos *bullet* por medio de la reducción del riesgo de refinanciación y una mayor desvinculación del *rating* del emisor.

6 Se incluyen emisiones primarias (realizadas por la propia entidad) y secundarias (venta de acciones por parte de accionistas ya existentes de la entidad).

7 Datos hasta el 11 de diciembre.



FUENTE: Dealogic.

a En acciones se incluyen las preferentes y se excluyen los *close end funds*.

variable, cabe destacar que la ratio entre los precios y los beneficios empresariales volvió a aumentar tanto en Estados Unidos como en la zona del euro, en un contexto en el que las expectativas sobre los beneficios continuaron siendo moderadas. Precisamente por esto último, algunos inversores se muestran preocupados por la sobrevaloración del mercado de acciones⁸. Los máximos alcanzados en bolsa favorecieron el incremento de las emisiones relacionadas con los *financial sponsors*⁹, especialmente en Estados Unidos. En el caso de los mercados emergentes, la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento y las dudas suscitadas respecto a su vulnerabilidad a lo largo del año, que se reflejaron en unas cotizaciones de los índices bursátiles menos favorables que las de los desarrollados, explican el menor dinamismo de las emisiones de renta variable y que los flujos de fondos de inversión hacia acciones de estos países fueran negativos para el conjunto del año.

La retirada paulatina de los estímulos monetarios podría estar creando una «rotación» por parte de los inversores hacia la renta variable. Sin embargo, la magnitud con la que está sucediendo este fenómeno es todavía incierta. De acuerdo con algunos analistas, la rotación es, por el momento, fundamentalmente un fenómeno minorista y centrado sobre todo en Estados Unidos. La incidencia de esta rotación depende del comportamiento de los inversores institucionales, mayoritarios en los mercados de renta fija. En este sentido, los cambios regulatorios en proceso y otros factores de carácter estructural, como las tendencias demográficas, hacen que sea complicado anticipar los cambios en su estrategia.

En cuanto a la colocación y la emisión de acciones, el pasado año registró el mayor volumen de salidas públicas a bolsa (IPO) en países desarrollados desde 2007 (117 mm de dólares), produciéndose una mejora generalizada por áreas. 2013 fue un año de transición, en el que convivieron comportamientos de búsqueda de rentabilidad en un entorno de bajos tipos (reflejado en el interés por acciones con altos retornos y de carácter defensivo) con las expectativas de mayor crecimiento económico (del que se beneficiarían sectores cíclicos). Estas dos tendencias quedaron reflejadas en la composición de las salidas

⁸ *IIF Weekly Insight*, 16 de enero de 2014.

⁹ Una compañía *financial sponsor* se define en Dealogic como una empresa de inversión *private equity* que adquiere otras empresas ya existentes a través de una compra apalancada (LBO) o una *management buyout* (realizada por un grupo de directivos internos), se encarga de su reestructuración y posteriormente monetiza su posición a través de la venta de sus acciones. Estas transacciones no indican necesariamente que el vendedor de las acciones en mercado sea el propio *financial sponsor*.

a bolsa de Estados Unidos, con colocaciones de empresas de altos dividendos y rentabilidad, como los llamados *Master-Limited Partnerships*¹⁰ y los fondos de inversión inmobiliaria (REIT), y de otras vinculadas con la mejoría del ciclo económico, como las de los sectores de la construcción, hotelero y tecnológico¹¹.

En el caso concreto de Europa, las emisiones de la zona del euro (148 mm de dólares) y del Reino Unido (60 mm de dólares) han sido las más altas desde 2009. Destacó el aumento de las IPO del sector transporte y del sector inmobiliario. Si tenemos en cuenta también las salidas posteriores a la oferta inicial —*follow-on*¹²—, el sector bancario fue el más importante, alcanzando en 2013 los volúmenes más altos desde 2009. La principal emisión a escala mundial fue la de Barclays, realizada para poder adaptarse a los nuevos requerimientos regulatorios. Otras recapitalizaciones importantes procedieron de los bancos alemanes y griegos. Es también destacable que la proporción de emisiones secundarias en el sector bancario europeo en 2013 fue el más alto desde 2005 (por ejemplo, la privatización del banco Lloyds en septiembre).

Por su parte, las emisiones de acciones de los emergentes mejoraron ligeramente con respecto a 2012 (241 mm de dólares), si bien no gozaron de la recuperación apreciada en los mercados desarrollados. La situación fue similar para la emisión de IPO, que se vieron en parte afectadas por la caída de las IPO chinas a raíz de la suspensión de la emisión de *A-shares* desde octubre de 2012¹³. A finales de 2013 se anunció la retirada de esta suspensión, al tiempo que se avanzaba en el camino a un sistema de IPO más parecido al de Estados Unidos, por lo que se espera un repunte de estas acciones en 2014.

RECUPERACIÓN EN LA EMISIÓN INTERNACIONAL DE PRÉSTAMOS SINDICADOS

La actividad en el mercado de préstamos sindicados, aquellos concedidos por un grupo de bancos a un único prestatario¹⁴, experimentó una importante recuperación en 2013, con un aumento del 23 % y alcanzando un volumen de 3.951 mm de dólares en los países desarrollados (véase gráfico 12). El incremento fue generalizado por región prestamista, aunque cabe destacar Estados Unidos (32 % ia) y Europa (26 % ia), mientras que Japón experimentó un aumento de menos del 1 %. Únicamente los mercados emergentes sufrieron retrocesos en los mercados de préstamos sindicados (–4 % ia). En función de la calidad crediticia del prestatario, aumentaron más los préstamos apalancados¹⁵, categoría que agrupa préstamos de mayor riesgo y proporcionan más altos rendimientos, en línea con el entorno de búsqueda de rentabilidades y apetito por el riesgo. Así, la proporción de los préstamos apalancados sobre el total aumentó en 2013 hasta el 44 % del total, siendo en 2012 del 40 %.

A pesar del repunte en el mercado de préstamos sindicados, el último informe trimestral del Banco de Pagos Internacionales (BIS)¹⁶ apunta a un cambio en la composición de la

10 Acciones de los *Master-Limited Partnerships (MLP)*, propietarias de activos relacionados con la energía. Cuentan con importantes ventajas fiscales. Los MLP se encuentran ligados con frecuencia al sector de petróleo y gas, sector en el que se registraron altísimas emisiones en 2013.

11 El sector tecnológico se redujo en volumen por el efecto *Facebook de 2012*, pero el número de emisiones fue tan alto como en 2012. El principal sector emisor fue el sanitario, considerado defensivo, y dentro de este, el sector farmacéutico.

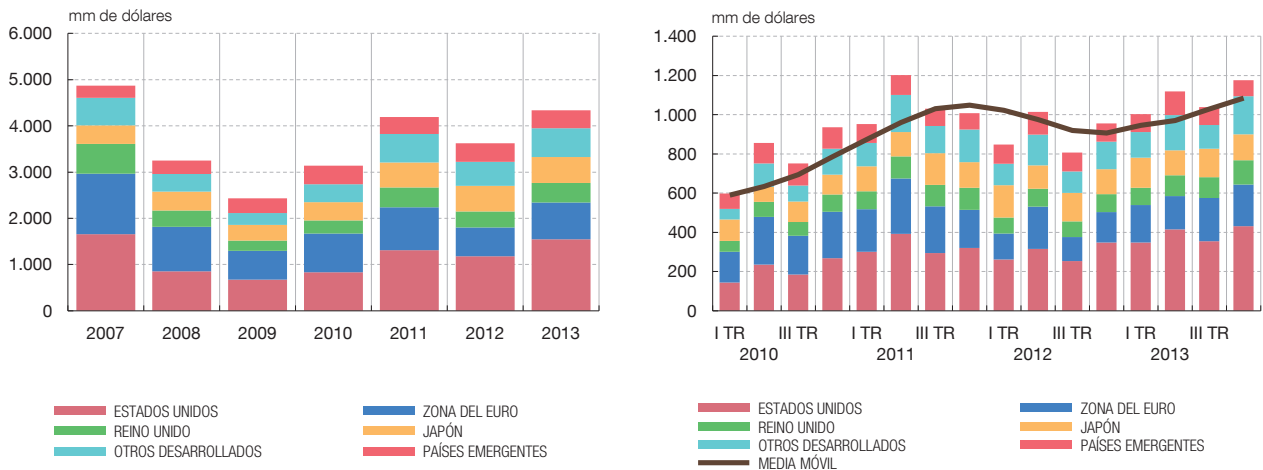
12 Las acciones *follow-on* pueden ser acciones del mercado primario (la propia compañía decide aumentar el capital de la empresa, lo que diluye el beneficio por acción) o del secundario (los accionistas de la compañía venden parte de sus acciones, lo que no aumenta el número de acciones ni diluye el beneficio de la acción).

13 Las *A-shares* son acciones pertenecientes a compañías chinas listadas en las bolsas de Shanghai o Shenzhen, denominadas en *renminbi*, que originalmente solo podían adquirirse por inversores nacionales. Véase: http://lexicon.ft.com/Term?term=A_share/B_share-markets.

14 Se incluyen también algunos préstamos bilaterales que suponen en promedio un 5 % del total de la muestra.

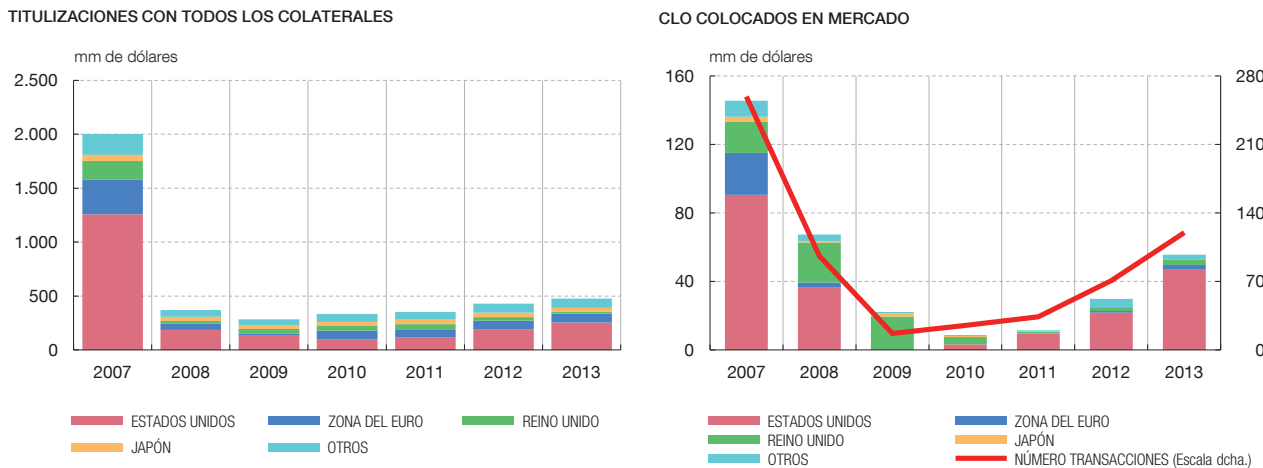
15 En esta categoría se incluyen empresas con una calificación crediticia BB+ o inferior.

16 *BIS Quarterly Review*, diciembre de 2013.



FUENTE: Dealogic.

TITULIZACIONES COLOCADAS EN MERCADO, POR PAÍSES O REGIONES EMISORES (a)



FUENTE: Dealogic.

a Se excluyen las emisiones de agencias estadounidenses.

financiación de las SNF, en especial en el caso de las grandes empresas. Así, si se compara el volumen de emisiones de bonos corporativos con el de préstamos sindicados en Europa, se observa cómo los primeros han superado a los últimos en importancia. En el caso de Estados Unidos, se ha mantenido la proporción del volumen de préstamos sindicados con respecto a la financiación en los mercados de capitales, representando esta última un 33 % del total.

LEVE MEJORA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS ESTRUCTURADOS

Durante 2013 se observa una reactivación en las emisiones internacionales de titulizaciones, aunque su nivel aún se encuentra muy por debajo del alcanzado en 2007 (véase gráfico 13). Así, el total de emisiones aumentó un 11 %, alcanzando los 478 mm de dólares, aún muy lejos de los 2.003 mm de dólares de 2007.

Por regiones, destaca el aumento de las colocaciones en Estados Unidos (de un 35 %), mientras que en el resto hay incrementos más moderados o importantes caídas, como en Japón (-19 %) y Reino Unido (-46 %). Por tipo de colateral, la recuperación se observa principalmente en cierto tipo de instrumentos, como los CLO (*collateralized loan obligations*),

que tienen como colateral préstamos a SNF con elevado nivel de riesgo. El volumen emitido de CLO en 2013 prácticamente se dobló con respecto a 2012, alcanzando los 56 mm de dólares y colocándose mayoritariamente en Estados Unidos (el 84 % del total) (véase gráfico 13).

Finalmente, cabe también destacar el resurgimiento de ciertos instrumentos, como las *payment-in-kind notes*, que permiten a los prestatarios pagar a sus acreedores con más deuda y que alcanzaron un volumen de 16,5 mm de dólares en 2013, frente a 6,5 mm de dólares en 2012¹⁷. Esta evolución debe ser observada con cautela, dadas las elevadas tasas de morosidad de estos productos durante los primeros años de la crisis financiera.

Conclusiones

La actividad emisora en los mercados de capitales en 2013 refleja una tendencia acorde con unas condiciones monetarias favorables y una menor preocupación por los riesgos extremos. En este sentido, las empresas (en particular, las de mayor nivel de riesgo) han encontrado condiciones favorables para colocar sus emisiones de renta fija. En el mismo sentido, se han observado una clara recuperación de las emisiones de renta variable y volúmenes de emisión históricamente elevados en los países emergentes.

Al mismo tiempo, algunas tendencias que ya se observaban en años precedentes continuaron profundizándose. Así, el sector público prosiguió su tendencia a la reducción de las necesidades de financiación, lo que se tradujo en un menor dinamismo de sus emisiones. Por su parte, en el sector bancario se redujeron las emisiones, en especial en el caso de las entidades europeas, fruto de los esfuerzos por aminorar el apalancamiento del sector. Al mismo tiempo, aumentaron significativamente las emisiones de productos híbridos como reacción a la nueva regulación de Basilea III. Esta tendencia se enmarca en un contexto de desintermediación bancaria, que resulta más relevante en aquellas áreas que dependían en mayor medida del papel de intermediación de las entidades de depósito. También se observó una cierta activación del mercado de titulizaciones complejas, aunque con niveles de emisión muy alejados de los previos a la crisis.

Las perspectivas para el año en curso apuntan a que se seguirá avanzando en las mismas tendencias de fondo: desintermediación —con un reforzamiento de los mercados de renta fija (no bancarios)— y desapalancamiento —que iría en la dirección contraria—. No obstante, la retirada progresiva de los estímulos monetarios puede afectar a estas tendencias en países como Estados Unidos y Reino Unido. Las mayores dudas se centran en el impacto de estos desarrollos en los segmentos más dinámicos en los últimos ejercicios, como las empresas de alta rentabilidad o los mercados emergentes.

17.2.2014.

¹⁷ <http://www.bloomberg.com/news/2013-12-09/bis-sounds-alarm-over-record-sales-of-payment-in-kind-junk-bonds.html>.