

Este artículo ha sido elaborado por Carmen Broto, Alberto Fuertes y Emilio Muñoz de la Peña, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

En el año 2014 la financiación del sector privado a través de los mercados de capitales volvió a crecer. Por sectores, esta evolución fue el resultado del mayor ritmo de colocaciones de instrumentos de renta fija por parte de las sociedades no financieras (SNF) y de los bancos. El aumento de los volúmenes de deuda emitidos por las SNF refleja, en parte, la continuidad del proceso de desintermediación¹, al tiempo que las colocaciones de los bancos están relacionadas, en buena medida, con el cumplimiento del nuevo marco regulatorio. Por el contrario, el sector público redujo su actividad emisora en los mercados de deuda, resultado de los procesos de consolidación fiscal en los que están inmersas las principales economías avanzadas, si bien esta reducción fue inferior a la de años anteriores.

El avance de las emisiones no fue homogéneo a lo largo del año, ni tampoco por países y segmentos de mercado. La primera parte de 2014 estuvo caracterizada por la baja volatilidad y el elevado apetito por el riesgo. Los inversores optaron en ese período por una estrategia de búsqueda de rentabilidades, alimentada por el contexto de amplia liquidez y bajos tipos de interés, que favoreció la colocación de títulos en la práctica totalidad de los segmentos y países emisores. Sin embargo, desde el verano los mercados experimentaron diversos repuntes de la volatilidad y un agotamiento de la búsqueda de rentabilidades, que favorecieron a los emisores más seguros en detrimento de los considerados de mayor riesgo, como las SNF de alto rendimiento (*high yield*) o las empresas y soberanos de las economías emergentes (en adelante EME).

En este artículo se describen los principales rasgos de la actividad emisora en los mercados internacionales, en 2014, de economías tanto avanzadas como emergentes, con especial atención a los instrumentos de renta fija y a la actividad desarrollada por las SNF y las entidades bancarias. También se analizan los desarrollos en mercados alternativos a la emisión en renta fija, como la renta variable, los préstamos sindicados o los mercados financieros estructurados. El análisis se basa, principalmente, en datos obtenidos de Dealogic, que reporta emisiones a un plazo mayor o igual a un año y medio².

El entorno macroeconómico y financiero en 2014

En 2014 las emisiones de renta fija superaron ligeramente las de 2013 (véanse cuadro 1 y gráfico 1), aunque su ritmo de crecimiento se fue moderando a medida que aumentaban la volatilidad y la aversión al riesgo en los mercados, en la segunda parte del año. Por tanto, es necesario distinguir dos períodos diferenciados para caracterizar los rasgos principales de los mercados de capitales durante 2014.

El mayor volumen de emisiones se concentró en la primera mitad del año. La estrategia de búsqueda de rentabilidades dominó los mercados internacionales, en un contexto de abundante liquidez global propiciada por la orientación acomodaticia de la política monetaria de los principales bancos centrales. A pesar de ello, en el primer trimestre surgieron elementos de incertidumbre en algunos países emergentes, vinculados a circunstancias

¹ Por ejemplo, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos la financiación neta vía mercados de capitales fue superior a la bancaria, según datos del BCE y de la Reserva Federal.

² El análisis de la financiación a plazos más cortos es muy relevante en el ámbito de la liquidez. Por otro lado, en este artículo únicamente se considera la deuda no titulizada.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MERCADOS DE DEUDA: VOLÚMENES DE EMISIÓN

CUADRO 1

mm de dólares

	2013	2014	Variac. anual 2014 (%)	2014			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
BONOS TOTALES (a)	9.294	9.423	1,38	2.668	2.644	2.108	2.003
BONOS TOTALES DESARROLLADOS	8.860	8.951	1,04	2.550	2.475	2.019	1.908
BONOS TOTALES EME	434	471	8,48	118	169	89	96
BONOS TOTALES, POR PAÍS							
Desarrollados	8.860	8.951	1,04	2.550	2.475	2.019	1.908
Estados Unidos	3.593	3.676	2,31	940	940	885	910
Zona del euro	2.420	2.599	7,41	892	803	468	436
Reino Unido	426	421	-1,15	112	120	109	80
Japón	1.615	1.462	-9,48	366	392	376	328
Otros desarrollados	806	794	-1,57	240	220	181	153
Emergentes (b)	434	471	8,48	118	169	89	96
BONOS TOTALES, POR SECTOR/INSTRUMENTO							
Sector público	6.329	6.178	-2,38	1.757	1.672	1.424	1.324
Desarrollados	6.224	6.055	-2,72	1.715	1.636	1.401	1.302
Estados Unidos	2.468	2.472	0,13	624	610	633	605
Zona del euro	1.685	1.741	3,35	601	528	327	285
Reino Unido	242	207	-14,37	58	53	55	41
Japón	1.465	1.331	-9,10	336	357	331	307
Otros desarrollados	365	304	-16,69	96	89	55	64
Emergentes	105	123	17,73	42	36	23	22
Sociedades no financieras	1.568	1.586	1,12	409	479	313	385
Desarrollados	1.313	1.340	2,01	352	387	271	330
Estados Unidos	676	697	3,09	168	189	127	213
Zona del euro	320	334	4,22	107	111	57	58
Reino Unido	91	102	12,34	26	24	30	22
Japón	103	73	-29,43	12	23	25	12
Otros desarrollados	123	134	9,03	38	40	31	25
Emergentes	255	246	-3,45	57	92	42	55
Sector bancario	1.104	1.340	21,42	438	398	289	216
Desarrollados	1.029	1.239	20,34	419	357	264	198
Estados Unidos	285	355	24,73	115	91	80	70
Zona del euro	378	446	18,22	169	146	71	60
Reino Unido	53	90	70,53	24	30	21	14
Japón	37	46	23,40	15	9	18	5
Otros desarrollados	277	301	8,77	96	82	74	50
Emergentes (c)	75	102	36,25	19	40	24	18
Otras instituciones financieras	293	318	8,65	64	95	82	78
Estados Unidos	164	153	-6,93	34	51	44	23
Zona del euro	37	78	108,41	14	18	12	33
Reino Unido	40	22	-45,99	3	13	2	3
Japón	10	12	18,28	2	3	3	5
Otros desarrollados	41	54	31,01	10	9	21	13
PROMEMORIA							
Bonos garantizados con colateral (d)	209	218	3,92	73	51	49	45
Zona del euro	112	119	6,14	44	30	20	25
Otros	98	99	1,38	29	21	29	20
Bonos de alto riesgo	499	493	-1,15	130	179	105	79
Desarrollados	412	427	3,74	108	161	90	69
Estados Unidos	244	250	2,42	60	74	61	54
Zona del euro	85	114	33,86	31	62	16	6
Reino Unido	43	31	-29,34	7	13	6	4
Japón	10	1	-94,02	0	0	1	0
Otros desarrollados	30	32	9,03	10	12	6	4
Emergentes	87	65	-24,46	21	19	15	10
Préstamos sindicados	4.407	4.665	5,85	1.027	1.358	1.160	1.119
Desarrollados	4.000	4.237	5,91	931	1.229	1.062	1.015
Estados Unidos	1.559	1.505	-3,45	348	422	359	376
Zona del euro	810	970	19,78	182	296	270	222
Reino Unido	434	513	18,26	107	150	126	131
Japón	563	537	-4,57	142	131	134	130
Otros desarrollados	634	711	12,08	151	229	174	156
Emergentes	407	428	5,24	96	129	98	104

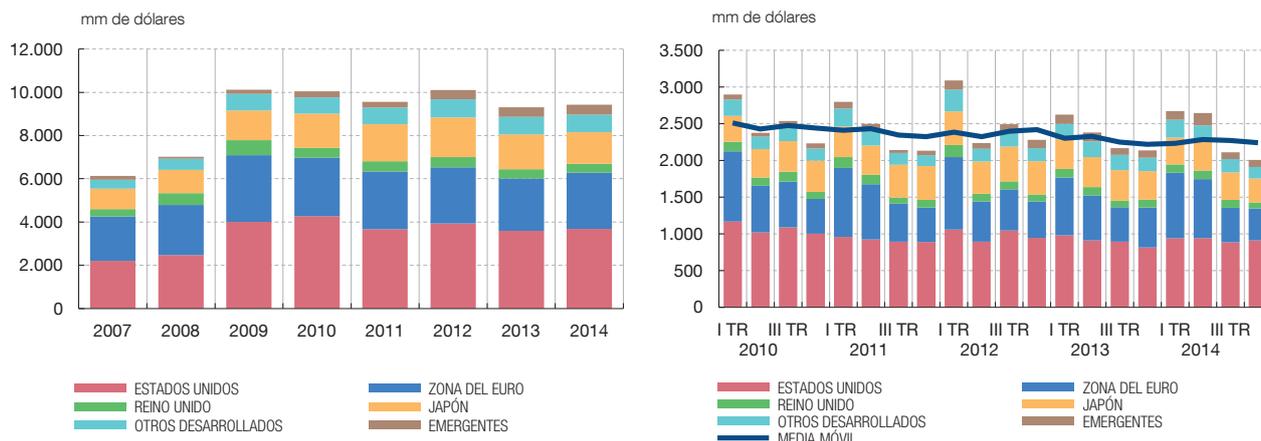
FUENTE: Dealogic.

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.

específicas, como las tensiones geopolíticas en Ucrania o las renovadas dudas sobre las perspectivas de crecimiento en China, que afectaron a las emisiones globales, aunque con un impacto limitado. Así, pese al dinamismo general de la actividad en los mercados de capitales, en febrero se observaron ya algunos signos de agotamiento en aquellos segmentos de mayor riesgo que habían sido los más dinámicos en 2013, como la deuda corporativa de alto rendimiento y la deuda de EME.

Resulta destacable como, contrariamente a lo sucedido a mediados de 2013 (*taper tantrum*), el comienzo del proceso de reducción de las compras de activos por parte de la Reserva Federal, en diciembre de 2013, no desencadenó reacciones negativas por parte de los mercados, gracias, en gran medida, a la acertada política de comunicación. En este sentido, las condiciones resultaron favorables para que se mantuviese la actividad en los mercados de renta fija y continuasen las estrategias de búsqueda de rentabilidades por parte de los inversores hasta el verano.

A partir de agosto, el tono de los mercados cambió ante la confluencia de varios elementos de distinta naturaleza. En primer lugar, las dudas sobre la fortaleza de la recuperación económica, particularmente en la zona del euro, y la revisión a la baja del crecimiento potencial de las economías emergentes, tal y como evidenció la publicación de las previsiones de crecimiento del FMI, deterioraron el sentimiento en los mercados. Además, a este contexto de menor crecimiento global —con algunas excepciones, como Estados Unidos— se unió la orientación a la baja de las expectativas de inflación en las economías avanzadas, que, en algunos casos, se situaron por debajo de los objetivos de los bancos centrales. Por último, los riesgos geopolíticos también aumentaron ante las renovadas tensiones entre Ucrania y Rusia —que desencadenaron un episodio de turbulencia en agosto—, los conflictos en Oriente Medio y la situación política en Grecia. Aunque el tono de los mercados mejoró transitoriamente en septiembre, apoyado, entre otros factores, en los datos favorables de Estados Unidos, la volatilidad se reavivó desde mediados de octubre, alimentada por la rápida caída del precio del petróleo. El fuerte descenso de los precios del crudo, resultado de elementos tanto de oferta como de demanda, elevó la incertidumbre en los mercados. Aunque este movimiento, que se ha prolongado en el inicio de 2015, es beneficioso para los países importadores de crudo y para la economía global en su conjunto, ha acentuado las presiones a la baja sobre las tasas de inflación, ya en niveles muy reducidos en las economías avanzadas,



FUENTE: Datastream.

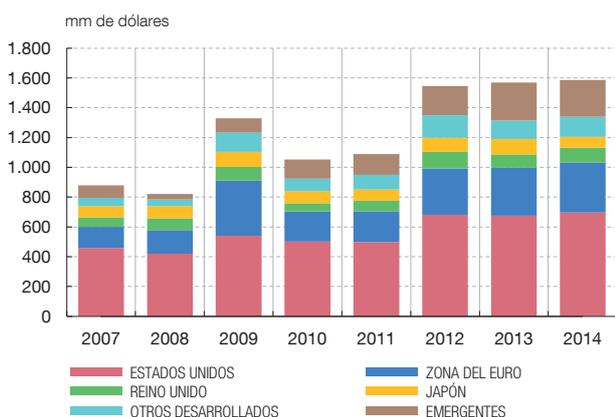
y ha incidido de forma adversa en las economías exportadoras. El impacto a corto plazo en cada país productor ha sido distinto, dependiendo, entre otros factores, de los colchones acumulados. En el caso de Rusia, que además se ha visto afectada por las sanciones económico-financieras impuestas por su papel en el conflicto con Ucrania, el impacto adverso ha sido muy intenso.

En este entorno adverso, los mercados se volvieron más sensibles a las noticias negativas, la aversión al riesgo aumentó y se produjeron diversos repuntes de volatilidad, tal y como recogen los índices de volatilidad implícita (véase gráfico 2). En paralelo, se produjo un movimiento de huida hacia activos seguros que dio lugar a descensos de las rentabilidades de la deuda a largo plazo de las principales economías, y que ha favorecido a aquellas emisiones con mejores calificaciones crediticias.

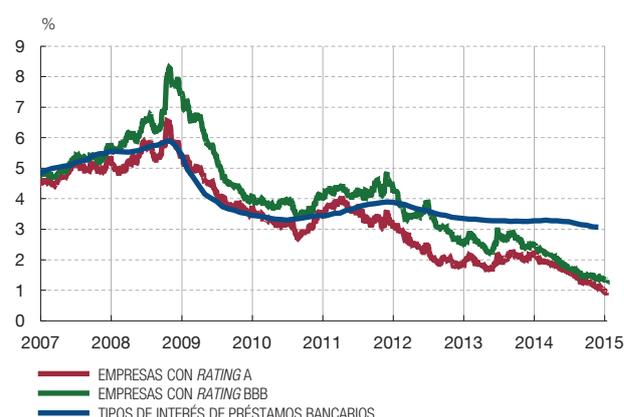
Por otro lado, a lo largo de 2014 se consolidó un escenario de divergencias cíclicas entre los principales países avanzados. Así, mientras que la recuperación económica se afianzó en Estados Unidos y el Reino Unido, la actividad en la zona del euro y Japón perdió impulso a lo largo del año, y tanto los registros de inflación como las expectativas a medio plazo disminuyeron por debajo de los objetivos. De esta forma, en los mercados comenzaron a descontar aumentos de los tipos oficiales en Estados Unidos y el Reino Unido, mientras que en el caso del área del euro y Japón se anticipaban nuevas rondas de expansión monetaria cuantitativa y el mantenimiento de los tipos oficiales en niveles mínimos. La divergencia en las perspectivas de la política monetaria entre las economías avanzadas y el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación en algunas de ellas hicieron más compleja la toma de decisiones de las autoridades monetarias y aumentaron la incertidumbre de los mercados sobre la senda de normalización de la política monetaria, en particular, en el caso de la Reserva Federal. Estas divergencias han tenido un claro reflejo en los mercados cambiarios, con una fuerte apreciación del dólar.

Por tanto, desde el verano de 2014 se ha instalado un escenario complejo, en el que los mercados han estado dominados por una dinámica de *risk-on/risk-off*, con recuperaciones transitorias y principalmente vinculadas a la actuación de los bancos centrales. Ante la proximidad del inicio de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, los riesgos derivados de la posible sobrevaloración de algunos segmentos, como el de alto rendimiento o la deuda emitida por algunas EME, que se habían beneficiado del entorno de búsqueda de rentabilidades, fueron ganando relevancia.

EMISIÓN BRUTA DE BONOS CORPORATIVOS, POR PAÍS/REGIÓN



COSTES DE FINANCIACIÓN DE LAS SNF DE LA ZONA DEL EURO



FUENTES: Dealogic, Banco Central Europeo y JP Morgan.

Principales características de las emisiones internacionales de deuda privada en 2014

CONTINÚA LA FORTALEZA DE LAS EMISIONES DE BONOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS

La actividad de las SNF en los mercados de capitales continuó siendo significativa, con un volumen de emisiones superior al de 2013, que ha dado continuidad a la tendencia iniciada en este segmento en 2012 (véase gráfico 3). Esta evolución estuvo condicionada por el proceso de desintermediación financiera —especialmente en la zona del euro—, que implica un mayor protagonismo de la financiación obtenida a través de los mercados de capitales en detrimento de la bancaria³. En todo caso, el mayor volumen emitido no ha supuesto un aumento en el nivel de apalancamiento agregado del sector corporativo, cuando se mide en relación con el PIB⁴. Por países, se observó una notable heterogeneidad en el ritmo de colocaciones, destacando el incremento en el Reino Unido, mientras que en la zona del euro y Estados Unidos los aumentos fueron moderados. Por el contrario, en Japón las emisiones disminuyeron respecto a 2013, condicionadas por la mala evolución de la economía japonesa y la baja demanda interna, lo que habría llevado a posponer proyectos de inversión por parte de las empresas⁵. Además, en el conjunto de las EME se produjo una caída moderada de las emisiones. En términos netos, la evolución fue positiva tanto en Europa como en Estados Unidos, si bien el volumen neto fue mucho mayor en este último país, en el que representa casi el doble que en Europa.

Este comportamiento de los mercados primarios de renta fija corporativa se enmarca en un contexto en el que la demanda sigue caracterizada por el elevado apetito por el riesgo que mantienen los inversores, y la oferta, por las buenas condiciones de financiación, con unos costes inferiores a los del crédito bancario (véase gráfico 3). Además, las expectativas sobre una posible subida de tipos de interés por parte de la Reserva Federal pudieron condicionar las decisiones de financiación de algunas corporaciones, que habrían adelantado

3 El hecho de que en 2014 los préstamos bancarios a SNF de la zona del euro tuvieran un saldo neto negativo de 58 mm euros, mientras que las emisiones netas de bonos corporativos por parte de las SNF crecieron en 63 mm de euros hasta noviembre, ilustra la continuidad de la desintermediación en 2014. En Estados Unidos, una economía donde históricamente las SNF han recurrido en menor medida a la financiación bancaria, la desintermediación fue menos evidente, aunque durante los tres primeros trimestres de 2014 las emisiones netas de bonos de SNF (182 mm de dólares) superaron al flujo neto de préstamos bancarios (152 mm de dólares).

4 Véase McKinsey Global Institute (2015).

5 El volumen de emisiones de las SNF de Japón fue muy bajo pese a las favorables condiciones de financiación actuales, en un contexto de política monetaria expansiva del Banco de Japón. Ante la falta de oferta de bonos corporativos de empresas japonesas y los bajos rendimientos de su deuda pública, se ha producido un importante crecimiento del mercado de bonos «samurái» —bonos emitidos por SNF no japonesas en yenes—.

sus emisiones y aumentado los vencimientos en 2014. En cuanto a la composición de las colocaciones en renta fija corporativa, las de alto rendimiento de las economías desarrolladas alcanzaron un nuevo máximo en 2014 (332 mm de dólares), casi un 25 % del total emitido por las SNF. Dadas las peculiaridades y riesgos del segmento de alto rendimiento, tanto corporativo como bancario, su evolución se analiza en más detalle posteriormente.

La fortaleza de las emisiones de deuda de las SNF parece contrastar con la debilidad de la inversión empresarial a nivel agregado, como ilustran diversos informes del FMI [véase FMI (2014a y b)]. No obstante, un análisis de la finalidad a la que se destinaron las colocaciones de deuda de las SNF en 2014 proporciona cierto apoyo a la idea de que existe una dicotomía entre la toma de riesgos financieros y económicos de las empresas⁶. Por ejemplo, en Estados Unidos continuaron ganando importancia tanto las operaciones destinadas a inversiones no productivas como aquellas orientadas al mantenimiento del valor de la cotización bursátil y al incremento del apalancamiento mediante la recompra de acciones (*equity buy backs*). Por otra parte, las operaciones de fusiones y adquisiciones (M&A), que suponen un mayor valor empresarial en el medio plazo, aumentaron un 26 % con respecto a 2013 y alcanzaron los 3.600 mm de dólares, el mayor volumen desde 2007⁷.

En 2015, no se anticipan cambios significativos en cuanto a la finalidad de las emisiones corporativas, aunque se prevén reducciones en los planes de inversión de algunas empresas vinculadas con la extracción y distribución del petróleo y el gas, que en los últimos años han mostrado una importante actividad en los mercados de renta fija. Además, algunas de estas empresas podrían enfrentarse a un escenario más adverso a la hora de refinanciar su deuda actual ante un empeoramiento de su situación financiera, dado su elevado volumen de vencimientos de los próximos años y el notable aumento de sus colocaciones desde 2010⁸.

EMISIONES BANCARIAS:
DINAMISMO BAJO LOS NUEVOS
REQUERIMIENTOS
REGULATORIOS

Aunque desde el inicio de la crisis se ha producido una progresiva reducción del tamaño de los balances bancarios, esta tendencia no ha impedido que la banca aumentara sus emisiones de deuda en 2014. En concreto, su actividad aumentó un 21 % respecto a 2013, hasta los 1.340 mm de dólares, aunque esta cifra es inferior a la alcanzada en 2012. Este incremento fue generalizado por países, tanto desarrollados como EME (véase gráfico 4). Estas tendencias reflejan un gradual cambio de composición en los pasivos bancarios para adecuarse a los nuevos requerimientos regulatorios. En este sentido, además de los depósitos minoristas, las fuentes de financiación más estables, como los bonos o las emisiones de renta variable, han ido ganando un mayor protagonismo [BIS (2011)].

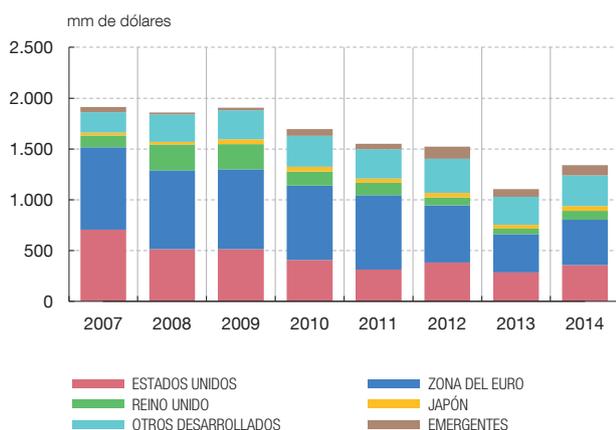
Nuevamente, la mayor proporción de emisiones se concentró en los dos primeros trimestres del año, en los que los bancos aprovecharon las condiciones favorables de financiación en los mercados de capitales. La ralentización de las colocaciones del tercer trimestre coincidió con el aumento de la aversión al riesgo en los mercados, que afectó a la mayoría de los segmentos (el gráfico 4 ilustra este patrón a lo largo de 2014). Además, otros factores más específicos del sector bancario pudieron influir negativamente en la actividad de los mercados de deuda en la segunda parte del año. Por ejemplo, en el caso de los bancos europeos, la publicación de los resultados del *AQR/stress test* en octubre pudo

6 Dealogic no proporciona información detallada por finalidad de las emisiones de SNF, pero da el detalle de la destinada a fusiones y adquisiciones.

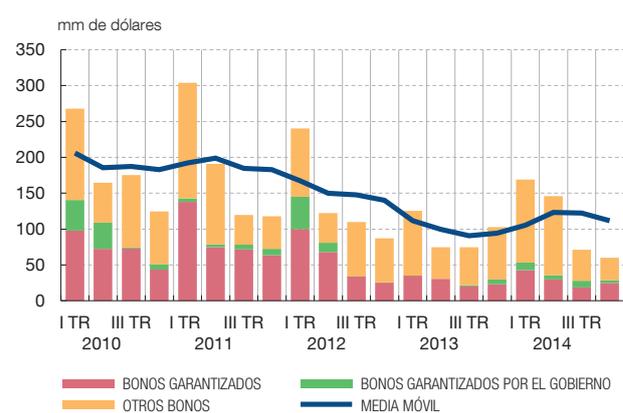
7 En Estados Unidos, las fusiones y adquisiciones alcanzaron un valor récord en 2014, alcanzando el 45 % del total global.

8 Por ejemplo, del volumen total de bonos corporativos emitidos por una muestra de grandes empresas petroleras, el 34 % vence en los próximos tres años, mientras que el 37 % tiene vencimientos que superan 2020.

POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



EMISIÓN BRUTA INTERNACIONAL DE BONOS DEL SECTOR BANCARIO DE LA ZONA DEL EURO



FUENTE: Dealogic.

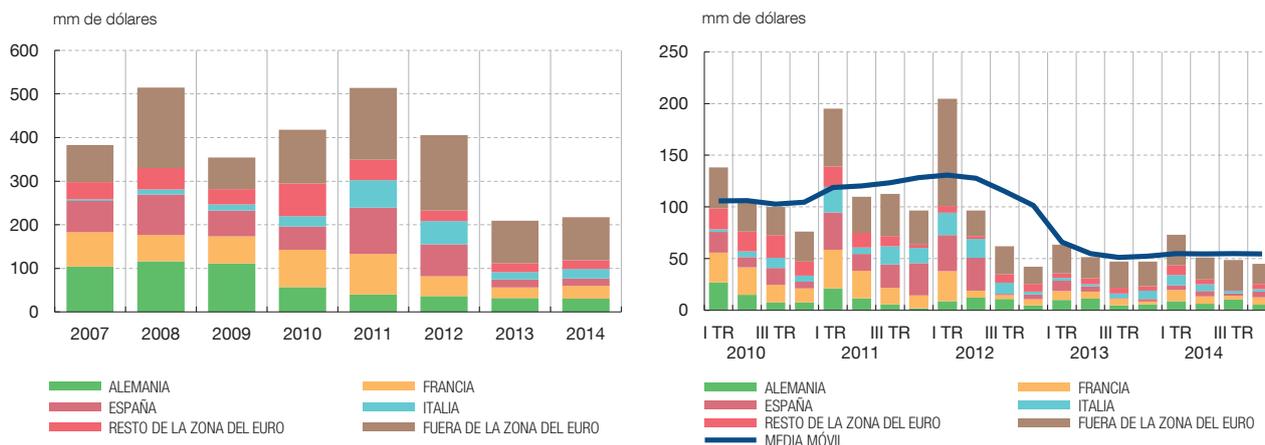
favorecer un adelanto de las emisiones a la primera parte del año como anticipación al ejercicio. Asimismo, las subastas TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations*) del BCE de septiembre y diciembre pudieron sustituir a otras fuentes de financiación de los bancos. La reducida demanda que hubo en las dos subastas realizadas en 2014 podría indicar unas reducidas necesidades de liquidez de los bancos en ese período.

La composición de las emisiones en términos de deuda no garantizada y garantizada con colateral (*covered bonds*, en su denominación en inglés) reflejó las condiciones favorables de los mercados hasta el verano. En la zona del euro los títulos no garantizados predominaron (67 % del total emitido en 2014), en un contexto de caídas de la prima de riesgo de la deuda pública, que favoreció un mejor acceso a los mercados por parte de los bancos de los países más castigados durante la crisis de deuda soberana (véase gráfico 4).

Por su parte, la deuda garantizada con colateral mantuvo en 2014 la atonía ya mostrada en 2013; por países, aunque más de la mitad de las emisiones correspondió a los de la zona del euro, la actividad en esta región fue muy inferior a la de años anteriores (véase gráfico 5). En cuanto a las emisiones de deuda garantizada de fuera de la zona del euro, que en años anteriores se habían mostrado muy dinámicas, en 2014 fueron similares a las de 2013; las mayores colocaciones correspondieron a bancos de Australia, Canadá, Suiza y el Reino Unido. La debilidad de la deuda garantizada obedece tanto a elementos de oferta —vinculados con el proceso de desapalancamiento y la falta de originación de activos que sirvan como colateral— como de demanda, dadas las reducidas rentabilidades de estos títulos. Por último, a finales de 2014, el BCE puso en marcha el tercer programa de compras de bonos garantizados (CBPP3) y el primero de compras de ABS (*asset backed securities*), de dos años cada uno. Estas compras del BCE están sujetas a unos criterios de admisión menos restrictivos que los de programas anteriores. Hasta la fecha, la puesta en marcha de esta iniciativa ha favorecido una disminución de los diferenciales dentro de este mercado, particularmente en el caso de las multicédulas.

Finalmente, en 2014 destacó la fortaleza de las emisiones de productos híbridos, como los bonos convertibles contingentes (*contingent convertible capital* —CoCos—)⁹. Dado

9 Véase Avdjiev *et al.* (2013) para una descripción detallada de la estructura y diseño del mercado de CoCos.



FUENTE: Dealogic.

que estos instrumentos pueden computar como capital *Tier 1* o *Tier 2*¹⁰ en los balances bancarios, su dinamismo en 2014 respondió al objetivo de ajustarse a los nuevos requisitos de capital regulatorio de Basilea III sin necesidad de acudir a otros mercados para ampliar capital. De hecho, la aprobación del TLAC (*Total Loss Absorption Capacity*), el pasado noviembre, y su aplicación a los bancos sistémicos (GSIB) supondrán unas mayores emisiones en estos instrumentos en el futuro (véase recuadro 1 para más detalle). No obstante, aún existen algunos obstáculos que impiden un mayor crecimiento del segmento de bonos convertibles, como la necesidad de homogeneización de sus características o de mayor variedad en los emisores.

DEUDA DE ALTO RENDIMIENTO:
FORTALEZA CON SEÑALES DE
DEBILITAMIENTO

El análisis de las emisiones de deuda de menor calidad crediticia resulta particularmente relevante en 2014, dada la vulnerabilidad de estas empresas ante un cambio en el tono de la política monetaria. En este sentido, existe una preocupación creciente sobre los motivos que han impulsado el desarrollo de estos mercados en los últimos años, en la medida en que este responda principalmente a una búsqueda de rentabilidades, de forma que los mercados no hayan discriminando suficientemente entre los emisores. Los volúmenes colocados de deuda de alto rendimiento se redujeron ligeramente en 2014, aunque estuvieron próximos a su máximo histórico de 2013. Entre las economías desarrolladas, la actividad alcanzó un nuevo récord, con un volumen de 493 mm de dólares (véase gráfico 6).

Las emisiones de la zona del euro fueron las que más contribuyeron a este comportamiento, mientras que las de Estados Unidos solo aumentaron ligeramente. En el caso de la zona del euro, la expectativa de una política monetaria más expansiva por parte del BCE pudo apoyar la demanda de los inversores ante los niveles tan reducidos de rentabilidad que presentaban activos con menor riesgo. Por otro lado, la actividad emisora en los mercados de deuda de alto rendimiento en EME disminuyó, a pesar de que las colocaciones de deuda con grado de inversión de estos países aumentaron un 26%. Esta evolución pudo venir explicada por algunos factores que afectaron de modo particular a estos países, como el deterioro de sus perspectivas de crecimiento, la caída del precio del petróleo y la apreciación del dólar. De hecho, el BIS ha advertido recientemente acerca de los

10 Los instrumentos que se incluyen como *Tier 1* son aquellos que tienen un mayor nivel de subordinación entre los pasivos de la entidad bancaria, son de carácter perpetuo y el emisor cuenta con plena discrecionalidad para cancelar los dividendos o cupones a los inversores. Por su parte, los instrumentos de *Tier 2* son los siguientes acreedores en nivel de subordinación, cuentan con un período de vencimiento superior a cinco años y, en determinadas circunstancias, pueden tener ciertas limitaciones en el pago de sus cupones o dividendos.

En 2014 las emisiones de deuda bancaria convertible contingente (CoCos, por sus siglas en inglés) han experimentado un aumento significativo, muy superior al que ya se venía observando desde 2011 y prácticamente el triple que en 2013. Este instrumento híbrido cuenta con unas características de absorción de pérdidas tales que le permiten ser incluido en las ratios de solvencia.

Existen varios argumentos que explican esta evolución. Por el lado de la demanda, los inversores se han familiarizado más con este tipo de instrumentos, al tiempo que se mantiene un contexto de bajos tipos de interés en el que activos que ofrecen mayor rentabilidad —y un mayor riesgo— tienen una buena acogida. Adicionalmente, en 2014 las principales agencias de *rating* han finalizado sus metodologías para calificar este y otros tipos de instrumentos del capital de los bancos y, en algunos casos, este tipo de deuda comienza a ser incluida en los índices de renta fija. Por el lado de la oferta, también se han registrado avances significativos, ya que se ha progresado en el proceso de implementación de Basilea III en varios países, al tiempo que se ha aclarado el tratamiento fiscal que tienen los cupones de estas emisiones. En el mismo sentido, el Consejo de Estabilidad Financiera (más conocido por sus siglas en inglés: FSB) publicó en noviembre de 2014 un documento consultivo sobre un nuevo requerimiento regulatorio (*Total Loss Absorbing Capacity* o TLAC) que dota a las entidades bancarias sistémicas globales de capacidad de absorción de pérdidas suficiente para asegurar su resolución ordenada, evitando el uso de fondos públicos y garantizando la continuación de sus funciones críticas, de modo que se minimiza el impacto sobre la estabilidad financiera. Aunque este requisito aún se encuentra en fase de calibración, la consulta ofrece un marco bastante concreto para calcular las necesidades de capital, especialmente, para estimar la deuda con

capacidad para absorber pérdidas que tanto los grupos bancarios como algunas filiales deberán emitir en los mercados en los próximos años¹.

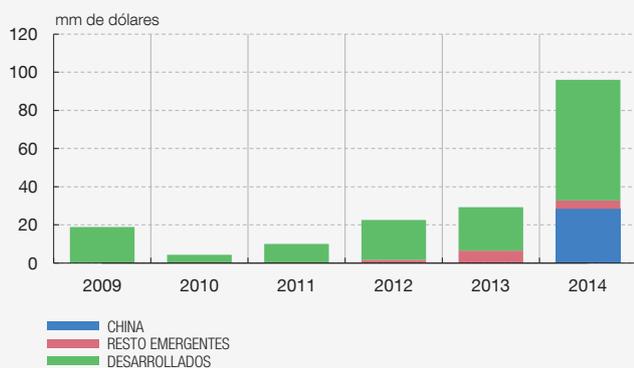
Adicionalmente, durante 2014 otros factores de carácter más idiosincrático han influido sobre el volumen de emisiones de estos bonos emitidos por los bancos. Así, en Europa, las emisiones se vieron impulsadas por la necesidad de reforzar las ratios de solvencia de cara a la realización de las pruebas de resistencia y de evaluación de calidad de los activos antes de la entrada en funcionamiento de la Unión Bancaria. Por su parte, en China el impulso para desarrollar su sistema financiero se plasmó en las primeras emisiones por parte de bancos de ese país por un importe que supone prácticamente un 30 % del total de colocaciones de ese año (véase gráfico), en contraste con el escaso apetito que encuentran estos productos en otras regiones de países emergentes como América Latina.

Por instrumento, continuó observándose cierta innovación y un aumento en el número de jurisdicciones desde las que se emiten. Por otro lado, durante este año se mantuvo un elevado grado de diversidad en las características de la deuda, lo que refleja diferencias de interpretación nacional en las regulaciones de

1 En el documento consultivo del FSB se establece un requerimiento para la entidad de resolución (TLAC externo), pero también un requerimiento mínimo para cada una de las filiales materiales. En el caso de los grupos bancarios con un único punto de entrada, la deuda necesaria para ambos requisitos puede emitirse desde la matriz, mientras que, en el caso de los grupos con múltiples puntos de entrada, la deuda necesaria debe ser emitida desde las filiales que sean entidades de resolución.

EMISIONES DE COCOS

1.1 EMISIONES DE COCOS POR MERCADO



1.2 EMISIONES DE COCOS POR MECANISMO DE ABSORCIÓN DE PÉRDIDAS



FUENTE: Bloomberg.

(cont.)

solvencia, distintos marcos de reestructuración y resolución y un tratamiento fiscal heterogéneo. No obstante, durante 2014 parece observarse cierta preferencia por las colocaciones de deuda convertible (que en caso de producirse un determinado evento se convierten de modo automático e irreversible en capital) (véase gráfico) y un predominio en las emisiones que computan como capital de mejor calidad o *Tier 1*. En cualquier caso, este tipo de instrumentos tiene características muy heterogéneas y su saldo vivo en relación con

otros todavía es muy reducido. Por ejemplo, a pesar de su fortaleza, en 2014 su volumen emitido no alcanza a la mitad de las emisiones de deuda garantizada con colateral —*covered bonds*—, un año de especial debilidad en este último mercado. Estos rasgos dificultan la creación de una base de inversores amplia y diversificada, el desarrollo de cierta liquidez en su negociación en los mercados secundarios o su inclusión generalizada en los principales índices de renta fija.

riesgos de los pasivos en dólares por parte de estas empresas ante los posibles descalces de monedas en sus balances [Chui *et al.* (2014)].

En los mercados de alto rendimiento de las economías avanzadas, la preocupación sobre una posible sobrevaloración fue aumentando a lo largo del año¹¹. En este sentido, en el caso de Estados Unidos, el índice de riesgo de crédito de estas emisiones mostró un aumento progresivo en la segunda parte del pasado año (véase gráfico 6). Por otro lado, hay incertidumbre acerca de las consecuencias negativas que el aumento de los tipos de interés oficiales podría provocar en los mercados de deuda de mayor riesgo y menor liquidez, como la deuda de alto rendimiento¹².

Actividad en otros mercados

DINAMISMO DE LAS EMISIONES DE RENTA VARIABLE

Las emisiones de renta variable¹³ en 2014 representaron el mayor volumen desde 2009 (véase gráfico 7), lo que confirma la recuperación observada en 2013, tanto en los países desarrollados como en EME. Esta fortaleza en el mercado primario fue propiciada por las ganancias prácticamente generalizadas de los índices bursátiles de las principales economías desarrolladas, especialmente de Estados Unidos, donde se apoyaron en una mejoría de las perspectivas de crecimiento, entre otros factores. Por países, los mercados emergentes experimentaron el mayor crecimiento de sus colocaciones en renta variable, aunque esta cifra está condicionada por el elevado volumen de una única emisión¹⁴. La zona del euro y el Reino Unido también contribuyeron al dinamismo de este segmento con volúmenes en niveles máximos desde 2009, mientras que en Japón la actividad descendió.

Al igual que en el resto de los instrumentos, las emisiones en renta variable fueron más elevadas en la primera mitad de año, mientras que en la segunda parte se vieron afectadas por el entorno de mayor incertidumbre. Particularmente, en octubre se produjo una fuerte caída de las bolsas, vinculada, como ya se ha señalado, con las peores perspectivas de crecimiento global. Además, los mayores riesgos geopolíticos y la caída del precio del

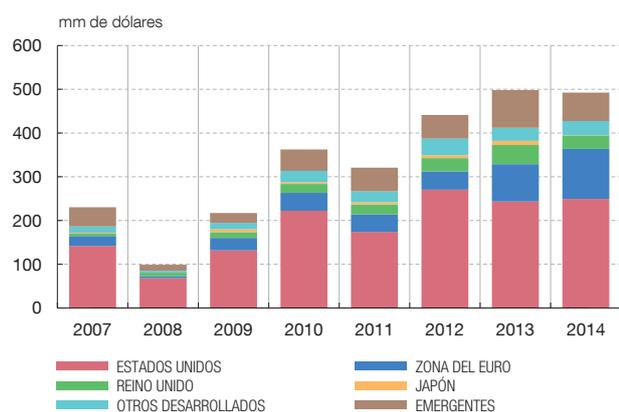
11 En este sentido, por ejemplo, la presidenta de la Reserva Federal, Janet Yellen, en su comparecencia ante el Congreso del mes de mayo, mencionó la posibilidad de que los inversores pudieran estar incrementando sus riesgos debido a su búsqueda de rentabilidades, especialmente en sectores como el corporativo de alto rendimiento.

12 Véase, por ejemplo, FMI (2014b).

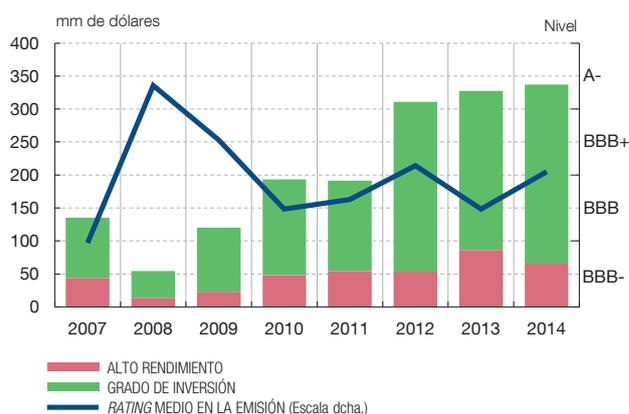
13 Se incluyen emisiones primarias (realizadas por la propia entidad) y secundarias (venta de acciones por parte de accionistas de la entidad ya existentes).

14 La compañía china Alibaba (comercio *on-line*) salió a bolsa con un IPO (*initial public offering*) de 25 mm de dólares, el mayor de la historia.

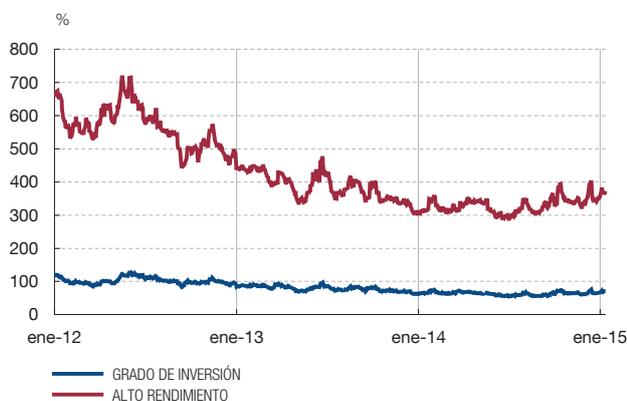
EMISIONES GLOBALES



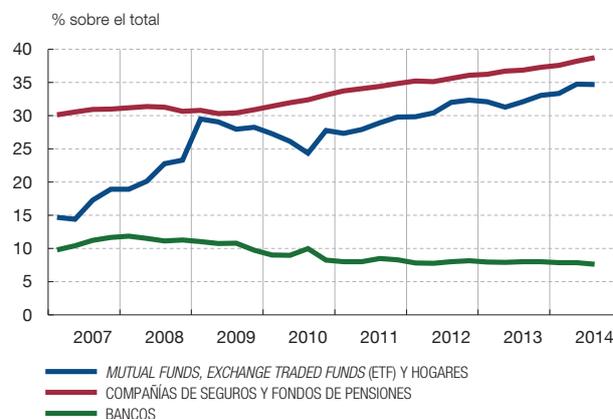
DETALLE DE ECONOMÍAS EMERGENTES



ESTADOS UNIDOS: ÍNDICES DE RIESGO DE CRÉDITO



ESTADOS UNIDOS: TENENCIA DE BONOS CORPORATIVOS Y EXTRANJEROS POR SECTORES



FUENTES: Dealogic, JP Morgan y Federal Reserve.

petróleo configuraron un entorno en el que aumentó la demanda de activos refugio y disminuyó el apetito por la renta variable. Así, los flujos hacia los fondos de acciones a escala mundial fueron menores que los de los bonos¹⁵. En cuanto a las valoraciones, y a pesar de las correcciones puntuales, en el conjunto del año 2014, la ratio entre los precios de las acciones y las expectativas de beneficios empresariales aumentó en los países desarrollados, situándose por encima de la media del período de 2005-2014¹⁶.

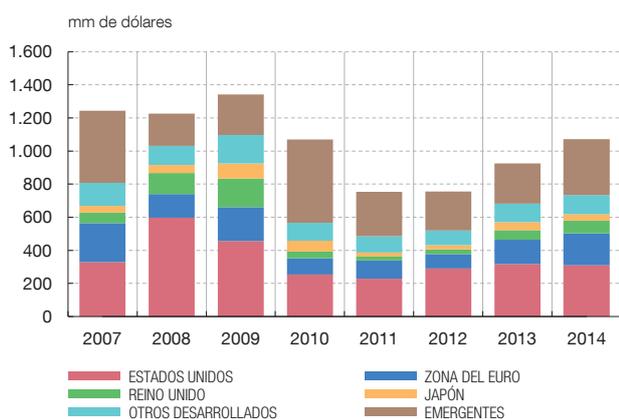
Por sectores, la mayor proporción de emisiones se concentró en las SNF, aunque el sector bancario fue el que experimentó un mayor crecimiento, condicionado por los requisitos de la nueva regulación y por elementos puntuales como las pruebas de resistencia y la valoración de los activos a las que estuvieron sometidas las entidades europeas. Por clase de instrumento, el mayor volumen se concentró en colocaciones posteriores a la oferta inicial —*follow-on*—¹⁷, mientras que las salidas iniciales a bolsa (*initial public offering*, IPO) experimentaron el mayor crecimiento. En 2014 se produjo el mayor volumen de salidas a bolsa en países desarrollados desde 2007, siendo la zona del euro y el Reino Unido particularmente dinámicos.

15 JP Morgan, *Global Fixed Income Research*, 22 de diciembre de 2014.

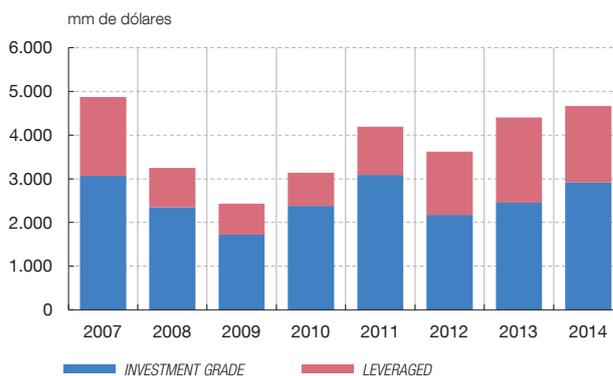
16 Véase, por ejemplo, IIF, *Capital Markets Monitor*, enero de 2015.

17 Las acciones *follow-on* pueden ser acciones del mercado primario (la propia compañía decide incrementar 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).

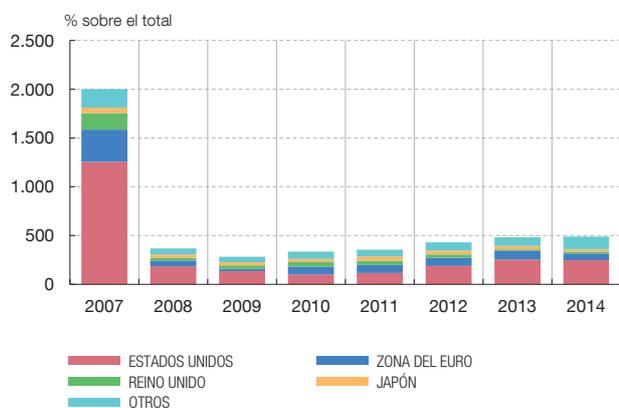
EMISIÓN INTERNACIONAL DE ACCIONES POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



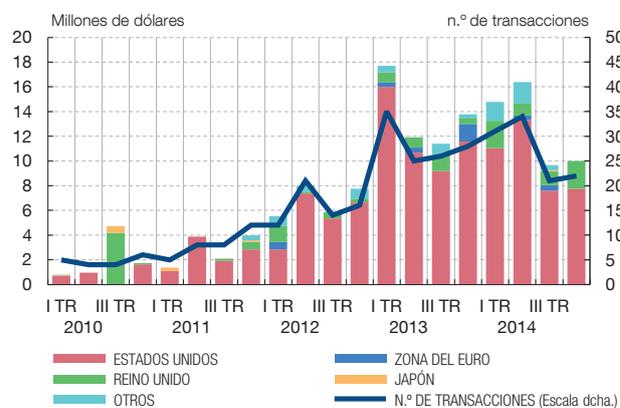
EMISIÓN INTERNACIONAL DE PRÉSTAMOS SINDICADOS POR CALIDAD CREDITICIA DEL PRESTATARIO



TITULACIONES EMITIDAS A NIVEL INTERNACIONAL POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



VOLUMEN EMITIDO DE CLO (COLLATERALIZED LOAN OBLIGATIONS)



FUENTE: Dealogic.

BUEN COMPORTAMIENTO DE LAS EMISIONES INTERNACIONALES DE PRÉSTAMOS SINDICADOS

Los préstamos sindicados son aquellos concedidos por un grupo de bancos a un único prestatario, que habitualmente es una empresa grande¹⁸, lo que facilita la distribución del riesgo entre las entidades en caso de impago al tiempo que evita los costes de emisión de la renta fija. Este mercado incrementó su actividad en 2014 por segundo año consecutivo, con un aumento del 6% por un volumen de 4.665 mm de dólares (véase gráfico 7)¹⁹. Pese al incremento de la actividad global en préstamos sindicados, la proporción de préstamos apalancados, es decir, los de mayor riesgo y alta rentabilidad, disminuyó en 2014 hasta un 37% del total, tras haber alcanzado un 44% en 2013 (véase gráfico 7)²⁰. Esta composición explica el menor apetito por el riesgo predominante en los mercados, especialmente desde el verano. A pesar de este deterioro, su volumen sigue siendo importante. Por otro lado, el 45% de los préstamos apalancados fueron concedidos a empresas productoras de petróleo y gas, lo que podría suponer mayores riesgos para los prestamistas tras la caída de los precios del petróleo²¹.

18 También se consideran préstamos sindicados algunos préstamos bilaterales (que suponen en torno a un 5% del total de la muestra).

19 Por región prestamista, su crecimiento interanual fue especialmente pronunciado en los EME (30%), seguido del crecimiento del Reino Unido (18%) y del de la zona del euro (14%). Por el contrario, tanto en Estados Unidos como en Japón se produjeron ligeras caídas respecto a 2013.

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

21 Véase <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/70cc637a-845c-11e4-8cc5-00144feabdc0.html#axzz3PvK13wDL>.

Por último, la principal finalidad de los préstamos sindicados fue la refinanciación de deuda, que alcanzó un 44 % del total, la mayor proporción desde 2007. Esto puede ser un indicador de la creciente carga que la deuda supone para las decisiones corporativas de las empresas, ya que, en 2008, solo el 15 % de los fondos obtenidos a través de préstamos sindicados se dedicaban a la refinanciación. También es reseñable el crecimiento del volumen de los préstamos dedicados a las M&A, que ya suponen el 14 % del total, la mayor proporción desde 2008.

Las emisiones internacionales de titulizaciones fueron similares a las de 2013, lo que evidencia la atonía que registra este mercado desde 2008 (véase gráfico 7). No obstante, desde 2010 la actividad mantiene una leve recuperación; en 2014, las emisiones aumentaron un 1 %, alcanzando los 488 mm de dólares²². Dado el escaso desarrollo de los mercados de titulizaciones en Europa en 2014, se han planteado diversas iniciativas para fomentar su reactivación. Por ejemplo, el BCE y el Banco de Inglaterra publicaron en mayo un documento en el que introducían la idea de «*qualifying securitization*»²³. Este concepto consiste en la definición de una serie de normas y características tendentes a generar un mercado de titulizaciones con productos simples, transparentes y estructuralmente robustos, de manera que puedan recibir un trato justo de los reguladores y, a la vez, sean fáciles de valorar por los inversores.

Además, el BCE inició en noviembre un programa de compra de productos financieros estructurados, en particular de ABS, para complementar otras medidas anteriores destinadas a la potenciación de los efectos de la política monetaria sobre la economía real. Así, este programa intenta facilitar a los bancos el acceso a nuevas fuentes de financiación y estimular la provisión de crédito. El volumen de ABS comprados por el BCE alcanzó los 2,1 mm de euros a mediados de enero de 2015. Por tipo de colateral, destacó la caída de las emisiones de CLO (*collateralized loan obligations*), que tienen como colateral préstamos a SNF con elevado nivel de riesgo, por lo que esta reducción se puede explicar nuevamente por la menor búsqueda de rentabilidades en el mercado. La cantidad emitida de CLO en 2014 se redujo un 7 % con respecto a 2013, alcanzando los 51 mm de dólares (véase gráfico 7).

Conclusiones

En el año 2014 la actividad emisora del sector privado mantuvo los volúmenes elevados que había alcanzado el año anterior, al tiempo que las emisiones de bonos públicos de las principales economías continuaron descendiendo, en un entorno de consolidación de las cuentas públicas. Esta elevada actividad fue en buena parte el resultado del entorno de condiciones monetarias favorables, amplia liquidez y baja volatilidad en los mercados, que ha venido favoreciendo la dinámica de búsqueda de rentabilidades por parte de los inversores, vigente desde 2012. Este marco favorable explica el vigor de las emisiones de SNF de las economías desarrolladas y el hecho de que incluso las emisiones de alto rendimiento, vinculadas a un mayor riesgo, de estas economías estén rozando máximos históricos. El sector financiero también ha aprovechado el entorno de tipos bajos y los bancos han aumentado notablemente sus emisiones respecto a años anteriores, lo que les ha permitido ajustarse a los nuevos requisitos de capital regulatorio de Basilea III. No obstante, la segunda parte de 2014 marcó un cambio en este entorno favorable, pues la confluencia de distintos factores determinó el paso hacia unas condiciones de mayor volatilidad y menor apetito por el riesgo, que han incidido en el ritmo de emisión de determinados segmentos más arriesgados.

22 Por regiones, destaca el retroceso experimentado en la de la zona del euro (-23 %), siendo más moderadas las caídas en Japón (-17 %) y en Estados Unidos (-13 %), mientras que los mayores incrementos se produjeron en el Reino Unido (23 %).

23 Véase Banco de Inglaterra y BCE (2014).

En relación con las perspectivas para 2015, el entorno resulta más complejo que en años anteriores, ya que se mantiene un escenario de liquidez global con un encarecimiento progresivo de la financiación denominada en dólares. Además, las perspectivas de crecimiento mundial y la evolución del precio del petróleo pueden reducir los planes de inversión en algunos sectores, como el energético, que venían realizando importantes emisiones en los mercados de capitales. Por su parte, en el sector bancario, la adaptación a la nueva regulación —y, en particular, el cumplimiento con el nuevo requerimiento de capacidad de absorción de pérdidas (*Total Loss Absorbing Capacity*)— condicionará las estrategias de emisión de las entidades en los próximos meses. Por último, la acentuación de la divergencia cíclica entre Estados Unidos y el resto del mundo contribuye también a configurar un contexto más complejo para la toma de decisiones de política monetaria, en el que es previsible que aumente la volatilidad de los mercados de capitales, así como su sensibilidad ante noticias negativas.

Un elemento fundamental para la evolución de los mercados de emisiones en 2015 será el probable incremento de la volatilidad. Un aumento gradual de la volatilidad apuntaría a un esperado proceso de normalización, mientras que la materialización de episodios de repuntes bruscos, posiblemente vinculados a desarrollos inesperados o contrarios a las expectativas de los mercados, constituiría un escenario de mayor preocupación, en la medida en que los segmentos más afectados en este segundo caso serían los de mayor riesgo, más vinculados a la dinámica de búsqueda de rentabilidades, como la deuda corporativa de alto rendimiento o la deuda emitida por EME poco habituales en los mercados de capitales. Adicionalmente, hay elementos que pueden amplificar los posibles repuntes de volatilidad futuros, como la presencia creciente de inversores institucionales (fondos de inversión, ETF, fondos de pensiones y compañías de seguro) en productos con menor liquidez en sus mercados secundarios, o las dificultades que pueden afrontar algunas empresas, como las petroleras, a la hora de renovar los vencimientos de sus emisiones.

En cierta medida, parte de estos riesgos se sitúan fuera del sector bancario, por lo que no se encuentran dentro del perímetro de la regulación actual. En este sentido, el proceso de desintermediación bancaria conlleva nuevos retos para el futuro que indican la relevancia del seguimiento de la evolución de los mercados de capitales.

27.1.2015.

BIBLIOGRAFÍA

- AVDJIEV, S., A. KARTASHEVA y B. BOGDANOVA (2013). «CoCos: A primer», *BIS Quarterly Review*, septiembre, pp. 43-56.
- BANCO DE INGLATERRA y BCE (2014). *The case for a better functioning securitisation market in the European Union*.
- BIS (2011). *The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions*, CGFS papers n.º 43.
- CHUI, M., I. FENDER y V. SUSHKO (2014). «Risks related to EME corporate balance sheets: the role of leverage and currency mismatch», *BIS Quarterly Review*, septiembre, pp. 35-47.
- FMI (2014a). «Recent developments, prospects, and policy priorities», *World Economic Outlook*, octubre, capítulo 1, pp. 1-44.
- (2014b). «Improving the Balance between Financial and Economic Risk Taking», *FMI-Global Financial Stability Report*, octubre, capítulo 1, pp. 1-64.
- MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2015). *Debt and (Not Much) Deleveraging*, febrero.
- MORGAN STANLEY (2015a). *Year-Ahead Outlook*, enero.
- (2015b). *European Credit- Flows, Positioning and Redemptions*, febrero.
- TREASURY & RISK (2014). *The Bond Market's \$900 Billion Problem*, junio.