

LOS MERCADOS DE FINANCIACIÓN MEDIANTE DEUDA A LARGO PLAZO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO: EVOLUCIÓN RECIENTE, ESTADO DE LA INTEGRACIÓN E IMPLICACIONES PARA LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

ARTÍCULOS

Los instrumentos de deuda a largo plazo son una importante fuente de financiación estable para las entidades de crédito de la zona del euro. Durante la pasada década, los mercados de financiación mediante estos instrumentos de las entidades de la zona crecieron y, al mismo tiempo, nuevos segmentos de mercado adquirieron mayor relevancia. Sin embargo, desde septiembre de 2008, estos mercados han tenido bastantes problemas como consecuencia de la crisis financiera, así como de las turbulencias que posteriormente se registraron en los mercados de deuda soberana. Actualmente, el funcionamiento de los mercados de deuda a largo plazo de las entidades de crédito presenta diferencias en los distintos segmentos, y su acceso a esta fuente de financiación también difiere sustancialmente entre emisores. Muchas de las dificultades que afrontan las entidades de la zona para obtener financiación mediante deuda a largo plazo también se les plantean, hasta cierto punto, a las entidades de otras economías avanzadas.

Los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro: evolución reciente, estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria

Desde la perspectiva de la integración de los mercados financieros, este artículo muestra que, aunque es claramente visible una diferenciación de precios, tras un período de considerable infravaloración del riesgo en los mercados financieros, la evidencia sobre emisiones internacionales no apunta a una segmentación permanente en términos de la participación en los mercados primarios de la zona del euro. Desde la óptica de la transmisión de la política monetaria, el acceso sin dificultades y a un precio razonable a los mercados de financiación a largo plazo por parte de las entidades de crédito es importante porque afecta a la oferta de crédito. Actualmente existen señales de crecientes divergencias en los tipos de interés aplicados a los préstamos y créditos por las IFM ubicadas en diversos países de la zona con distintas condiciones en los mercados de financiación a largo plazo. En este contexto, desde el punto de vista de la política monetaria es importante seguir realizando un seguimiento de las tendencias y la situación en estos mercados.

I INTRODUCCIÓN

Las entidades de crédito se financian a través de distintos instrumentos con diferentes plazos de vencimiento y características de riesgo de crédito, por ejemplo a través de depósitos, acciones, financiación a corto plazo en los mercados mayoristas, bonos no garantizados a largo plazo, bonos garantizados y bonos de titulación de activos (ABS, en sus siglas en inglés). La fuerte dependencia de algunas de estas fuentes de financiación en los años anteriores a la crisis financiera resultó ser una importante causa de los problemas que se produjeron posteriormente. Por un lado, un volumen considerable de la financiación a corto plazo dio lugar a una elevada exposición al riesgo de liquidez. Por otro, la opacidad y complejidad de las estructuras de los ABS, junto con desajustes en los incentivos, generaron una incertidumbre considerable y valoraciones incorrectas del riesgo de crédito de estos valores. Como consecuencia de la evolución observada durante los últimos cuatro años, mejorar el diseño y el funcionamiento de los

mercados de financiación mediante deuda a largo plazo es importante desde la perspectiva del correcto funcionamiento del sector bancario como fuente de financiación estable a disposición de las entidades de crédito, de la integración financiera y de una transmisión fluida de la política monetaria.

En los últimos años, los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito han cambiado de manera significativa. La crisis financiera ha conducido a ajustes en la valoración de los riesgos, lo que puede ser un factor que afecte permanentemente a la demanda de estos valores. Al mismo tiempo, la oferta en estos mercados puede verse influenciada por la evolución de la regulación, por ejemplo, de la relacionada con los requerimientos de capital y de liquidez, que tiene por objeto mejorar la capacidad de resistencia de las entidades durante situaciones de tensión en los mercados y aumentar su utilización de fuentes de financiación estables. Aparte de las transformaciones de carácter más duradero en la estructura de estos mercados, el comportamiento en

cuanto a las emisiones y la fijación de precios también ha resultado afectado por las tensiones que se han producido en otros mercados y por los cambios observados en la confianza de los inversores.

En este contexto, en este artículo se analiza la evolución reciente de los mercados de deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro y se consideran las implicaciones para la integración financiera y para la transmisión de la política monetaria.

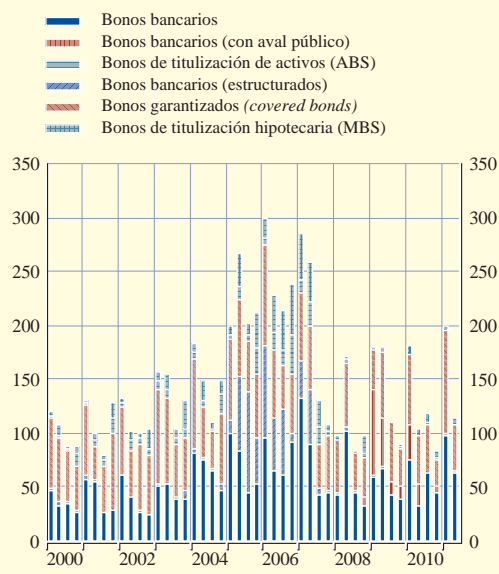
Este artículo se estructura como sigue. En la sección dos se presenta una panorámica general de los mercados de deuda a largo plazo de las entidades de crédito, dedicando especial atención a la actividad emisora de este sector y al impacto de las tensiones registradas en los mercados de deuda soberana sobre la percepción del riesgo de crédito de las entidades. En la sección tres se analiza con más detalle la evolución de los distintos segmentos de los mercados primarios y secundarios: bonos bancarios no garantizados, bonos garantizados y ABS. La sección cuatro se centra en las implicaciones para la integración de los mercados, así como en la transmisión de la política monetaria y las políticas regulatorias, y la sección cinco recoge las conclusiones.

2 LOS MERCADOS DE FINANCIACIÓN MEDIANTE DEUDA A LARGO PLAZO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO DE LA ZONA DEL EURO: PANORÁMICA GENERAL

La emisión de instrumentos de deuda a largo plazo por parte de las entidades de crédito de la zona del euro ha experimentado varios cambios dinámicos en los diez últimos años. En primer lugar, en los años anteriores a la crisis financiera, la emisión de bonos bancarios no garantizados y de productos titulizados creció con fuerza (véase gráfico 1). Por ejemplo, en el período comprendido entre el primer trimestre de 2005 y el segundo trimestre de 2007, el recurso a estas fuentes de financiación por parte de las entidades se duplicó con creces con respecto a los niveles observados en 2000-2003. Además, durante el período previo a la cri-

Gráfico 1 Instrumentos de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito: actividad emisora

(mm de euros)



Fuentes: Dealogic DCM Analytics y cálculos del BCE.

Notas: No se incluyen las operaciones retenidas. Los bonos bancarios incluyen los bonos no subordinados no garantizados emitidos por instituciones financieras y clasificados como bonos de alta rentabilidad o con calificación de grado de inversión u obligaciones a medio plazo. Los bonos bancarios estructurados se definen como bonos con flujos de efectivo vinculados a materias primas, acciones, derivados, eventos de crédito, etc.

sis, algunas entidades importantes emitieron volúmenes considerables de bonos con estructuras de pago vinculadas a la evolución de los precios de otras clases de activos, especialmente acciones o índices de acciones. En el tercer trimestre de 2007, el total de emisiones se redujo de manera acusada (50%), señalando el comienzo de un período en el que la emisión de deuda a largo plazo por parte de las entidades de crédito se situó en niveles mucho más próximos a los observados antes del auge de la titulización.

Cuando, tras la quiebra de Lehman Brothers, la incertidumbre de los mercados en torno a los riesgos de financiación y de contraparte aumentó sustancialmente, se pusieron en práctica diversos programas de apoyo que autorizaban a las entidades de crédito a emitir deuda con aval público. En consecuencia, en el primer semestre de 2009, aproximadamente el 55% de todas las nuevas emisiones de deuda bancaria estaban cubiertas por avales

Los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro: evolución reciente, estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria

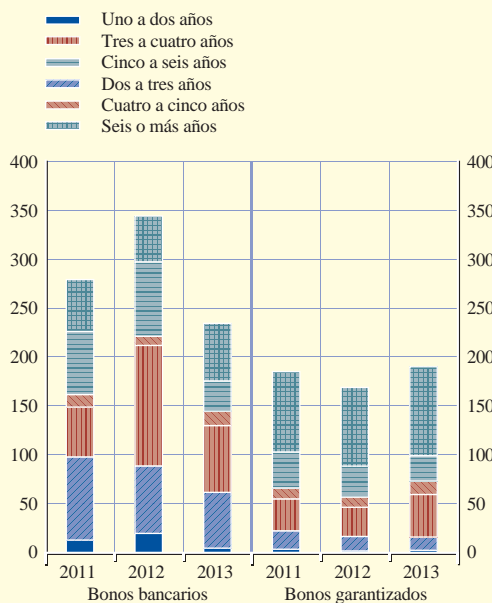
públicos. Aparte de las medidas de apoyo aplicadas individualmente por los Gobiernos, el BCE introdujo el programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP, en sus siglas en inglés) anunciado el 7 de mayo de 2009 y aplicado de manera activa entre el 2 de julio de 2009 y el 30 de junio de 2010, lo que reactivó la emisión de estos bonos en la zona del euro¹.

En trimestres más recientes, las turbulencias que se han registrado en algunos mercados de deuda pública de la zona del euro también han quedado reflejadas en los mercados de financiación a largo plazo de las entidades de crédito. En algunos segmentos es posible que las entidades hayan intentado de manera creciente aprovechar los períodos en los que las condiciones en los mercados eran relativamente tranquilas para cubrir anticipadamente necesidades de financiación futuras. En general, la evolución observada durante los cuatro últimos años de crisis ha quedado plasmada en una alta volatilidad del nivel de emisiones.

En el futuro, la emisión de deuda a largo plazo por parte de las entidades de crédito de la zona del euro y su distribución en los distintos segmentos de los mercados dependerán del atractivo relativo de estos mercados frente a fuentes de financiación alternativas. Además, los cambios observados en el tamaño de los balances de las entidades pueden influir en las emisiones de estos valores. Es probable que la evolución de la regulación también desempeñe un destacado papel (véase el recuadro de la sección 4). Aparte de estos factores, las emisiones futuras de las entidades se verán afectadas por la estructura de vencimientos de los instrumentos en circulación. Como se observa en el gráfico 2, el importe de los bonos bancarios que vencerán en 2012 será de casi 350 mm de euros, un aumento de más del 20% con respecto a 2011, impulsado principalmente por el vencimiento de volúmenes relativamente elevados de bonos con plazo de vencimiento inicial de tres a cuatro años, de los que más del 60% cuentan con avales públicos. En el caso de los bonos garantizados, el perfil de vencimientos es más estable, y la cantidad de bonos con vencimiento en 2012 disminuirá aproximadamente un 9% en relación con 2011. Por tanto, en

Gráfico 2 Volumen de bonos detallados por plazo de vencimiento inicial

(mm de euros)



Fuentes: Dealogic DCM Analytics y cálculos del BCE.

Notas: No se incluyen las operaciones retenidas. Los bonos bancarios se definen como en el gráfico 1 (incluidos los bonos garantizados y estructurados).

los últimos años, los bonos bancarios se han emitido con un plazo de vencimiento inferior al de los bonos garantizados. En consecuencia, las entidades de crédito de la zona del euro necesitarán emitir mayores volúmenes de bonos no garantizados si quieren mantener un nivel estable de financiación de esta fuente.

En cuanto a los costes totales asociados al acceso a los mercados de deuda a largo plazo por parte de las entidades de crédito, un reto clave que actualmente se les plantea a algunas de ellas son los efectos de contagio entre los mercados de deuda soberana y los mercados de financiación bancaria, que pueden estar estrechamente relacionados a través de

1 Para un análisis del impacto del programa de adquisiciones de bonos garantizados en los mercados de bonos garantizados, véase el recuadro titulado «La evolución del mercado de bonos garantizados y el programa de adquisiciones de bonos garantizados», *Boletín Mensual*, BCE, agosto de 2010, y J. Beirne et ál., «The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets», *Occasional Paper Series*, n.º 122, BCE, enero de 2011.

varios canales. Por ejemplo, las tenencias de volúmenes elevados de deuda soberana por parte de entidades de crédito nacionales pueden implicar un mayor riesgo de crédito de los bonos bancarios, si aumenta el riesgo de la deuda soberana que mantienen dichas entidades. Otro canal podría estar asociado a la exposición de las entidades al riesgo de crédito de los hogares y las empresas nacionales. Cuando el riesgo soberano se incrementa y es necesaria una contracción significativa del gasto público, la renta de algunos hogares y empresas puede verse negativamente afectada en el corto plazo, ya sea directamente o a través un impacto adverso a corto plazo sobre el crecimiento económico. Además, el acceso de las entidades a los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo puede verse dificultado en caso de que surjan problemas relacionados con la deuda soberana, debido a una reacción adversa y a la debilidad de la confianza de los inversores en instrumentos de cartera, que podrían retirar sus fondos de toda la región². Teniendo presentes es-

tos canales, la comparación de las primas de los seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés) de las entidades de crédito de la zona del euro muestra una considerable dispersión entre los distintos emisores y países, y dentro de algunos de ellos, también con respecto a entidades de Estados Unidos y Reino Unido (véase gráfico 3). En general, la distinta valoración del riesgo de crédito de las entidades de la zona por parte de los mercados se ha propagado a todos los segmentos de financiación mediante deuda a largo plazo, lo que ha dado lugar a importantes divergencias en los costes de financiación de las entidades de la zona y, en algunos casos, en su capacidad para acceder a determinados segmentos de los mercados.

3 EVOLUCIÓN RECIENTE DE DIFERENTES SEGMENTOS DE LOS MERCADOS

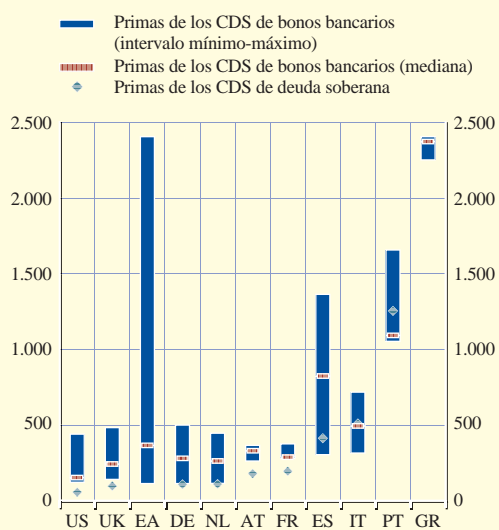
Aunque todos los segmentos de los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro se vieron considerablemente afectados por la crisis, presentan importantes diferencias en lo que respecta a su funcionamiento actual. En esta sección se analiza principalmente la evolución de los mercados primarios y secundarios en los principales segmentos de los mercados de deuda a largo plazo de las entidades de la zona: los bonos no garantizados, los bonos garantizados y los ABS.

3.1 BONOS NO GARANTIZADOS

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro, como se refleja en los diferenciales entre los valores de renta fija privada de instituciones financieras y la deuda pública con calificación AAA, han cambiado considerablemente durante los años de crisis (véase gráfico 4). En general, estos diferenciales no solo han sido mucho más volátiles y han estado sometidos a fuertes fluctuaciones, sino que la diferenciación

Gráfico 3 Primas de los CDS de deuda soberana y de bonos bancarios

(puntos básicos; 23 de septiembre de 2011)



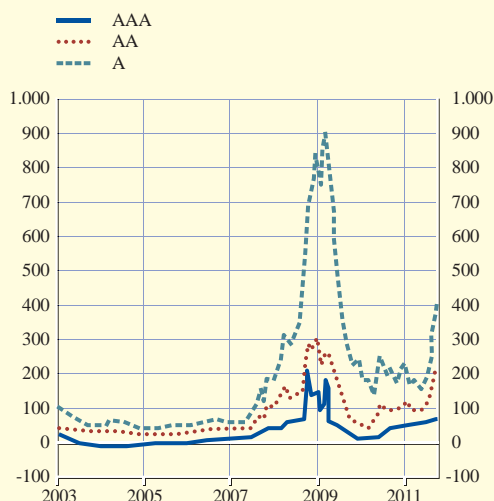
Fuente: Thomson Reuters.

Notas: Las primas de los CDS corresponden a los bonos sénior no garantizados a cinco años. Únicamente se muestran por separado los países de la zona del euro de los que se dispone de primas de los CDS de al menos tres entidades de crédito. Las primas de los CDS de la deuda soberana griega se situaban en 5.489 puntos básicos el 23 de septiembre de 2011 (no incluidas en el gráfico).

2 Para un análisis más detallado de los posibles canales, véase, por ejemplo, el documento del Comité sobre el Sistema Financiero Global titulado «The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions», *CGFS Papers*, n.º 43, julio de 2011.

Gráfico 4 Diferenciales de los valores de renta fija privada de instituciones financieras de la zona del euro

(puntos básicos)

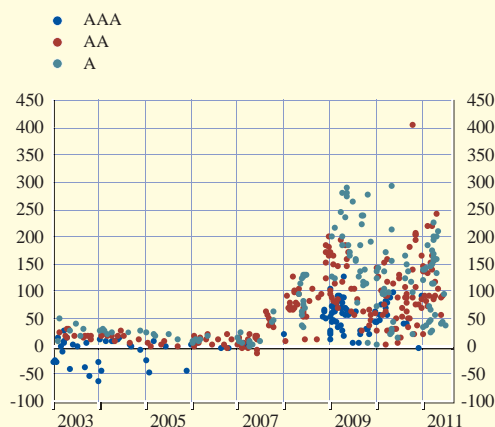


Fuente: Thomson Reuters.

Notas: En los índices se incluyen los bonos garantizados y no garantizados con vencimiento superior a un año. La referencia es el índice de la deuda soberana con calificación AAA de la UEM. Todos los índices han sido calculados por Merrill Lynch.

Gráfico 5 Diferenciales de los bonos bancarios a la emisión por calificación crediticia

(puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg, Dealogic DCM Analytics y cálculos del BCE. Notas: Los diferenciales se calculan como diferenciales z con respecto a la curva *swap*. Los datos se basan en la nacionalidad de las operaciones del emisor y, por tanto, se presentan en base no consolidada. El gráfico incluye los bonos sénior no garantizados con amortización única al vencimiento a tipo de interés fijo con calificación de grado de inversión y las obligaciones a medio plazo con vencimiento de uno a diez años. Solo se incluyen las emisiones denominadas en euros con un valor nominal de al menos 100 millones de euros.

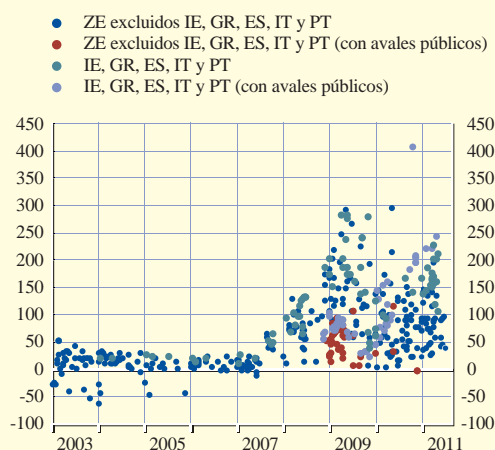
entre emisores con distintas calificaciones crediticias también ha aumentado de manera acusada. A finales de 2008 y principios de 2009, el acceso a la financiación mediante deuda a largo plazo, especialmente para las entidades con calificaciones más bajas, se tornó cada vez más difícil y en algunos casos incluso imposible. Desde entonces, los diferenciales han disminuido de manera sustancial, aunque recientemente han registrado un ligero incremento, particularmente en las calificaciones más bajas.

En cuanto al mercado primario de emisión de instrumentos de deuda sin garantías, en los gráficos 5 y 6 se muestran los diferenciales a la emisión entre los *swaps* y algunos³ bonos no garantizados en el período 2003-2011 en función de las calificaciones y la nacionalidad de las operaciones de las entidades de crédito emisoras. En el gráfico 6 también se distinguen los bonos cubiertos por avales públicos.

3 Véanse las notas de los gráficos 5 y 6 para conocer los criterios de selección.

Gráfico 6 Diferenciales de los bonos bancarios a la emisión por grupos de países y avales públicos

(puntos básicos)



Fuentes: Bloomberg, Dealogic DCM Analytics y cálculos del BCE. Notas: Los diferenciales se calculan como diferenciales z con respecto a la curva *swap*. Los datos se basan en la nacionalidad de las operaciones del emisor y, por tanto, se presentan en base no consolidada. El gráfico incluye los bonos sénior no garantizados con amortización única al vencimiento a tipo de interés fijo con calificación de grado de inversión y las obligaciones a medio plazo con vencimiento de uno a diez años. Solo se incluyen las emisiones denominadas en euros con un valor nominal de al menos 100 millones de euros.

Los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro: evolución reciente, estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria

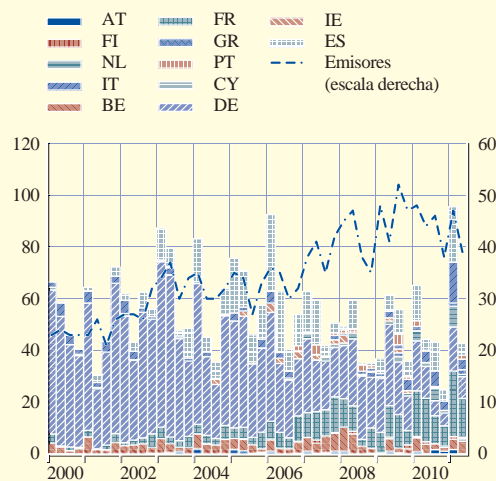
las calificaciones crediticias y países de la zona del euro obtenían financiación a tipos de interés muy próximos al tipo *swap* (e incluso inferiores, en el caso de algunos emisores con calificación AAA). De igual modo, con anterioridad a la crisis, la diferenciación entre calificaciones crediticias era relativamente reducida, similar a los diferenciales de los mercados secundarios. Durante la crisis, de manera paralela a la evolución observada en el mercado secundario, los diferenciales a la emisión aumentaron. No obstante, estos incrementos fueron mucho más limitados que en los mercados secundarios, probablemente debido a que algunos emisores simplemente se abstuvieron de acceder al mercado en este período. También es claramente evidente cómo las emisiones de bonos con aval público permitieron que las entidades obtuvieran financiación con unos diferenciales relativamente bajos, aunque en esos momentos ya era patente la diferenciación basada en la nacionalidad del avalista⁴. En 2010 y 2011, los intervalos de diferenciales a los que las entidades de crédito de la zona del euro emitieron bonos a largo plazo fueron casi tan elevados como en 2009. No obstante, la fuerte discriminación entre emisores en el episodio más reciente de la crisis ha estado determinada fundamentalmente por la nacionalidad de los emisores, más que por la calidad crediticia del instrumento, medida por las calificaciones.

3.2 BONOS GARANTIZADOS

En los diez últimos años, los bonos garantizados han pasado de ser una fuente de financiación de hipotecas y de proyectos de infraestructuras públicas en determinados países de la zona del euro a convertirse en una importante fuente de financiación a largo plazo para las entidades de crédito de muchos países de la zona. Ha aumentado tanto el número de países como el de emisores, de manera que, en la actualidad, cada trimestre hay entre 40 y 50 emisores de países de la zona activos en este mercado (véase gráfico 7). En los meses posteriores a la quiebra de Lehman Brothers, en los que la actividad emisora en este mercado fue muy reducida, el BCE decidió implementar el programa de adquisición de bonos garantizados, que sirvió para mejorar el acceso de las entidades de crédito a esta fuente de financiación⁵. La participación de emisores e inversores en este

Gráfico 7 Emisiones de bonos garantizados por nacionalidad del emisor y cifras trimestrales de emisores

(mm de euros; número de emisores diferentes)



Fuentes: Dealogic DCM Analytics y cálculos del BCE.

Notas: La nacionalidad del emisor está determinada por la nacionalidad de la entidad matriz. No se incluyen las operaciones retenidas. Las cifras trimestrales de emisores diferentes corresponden a las matrices y, por tanto, se presentan en base consolidada.

mercado también se ha beneficiado de los nuevos requerimientos de liquidez de Basilea III, que recomiendan a las entidades obtener más financiación a largo plazo estable. Además, el atractivo relativo de instrumentos con garantías como los bonos garantizados se vio acrecentado por consideraciones relacionadas con la posible asunción de pérdidas de bonos bancarios no garantizados, como puede apreciarse, por ejemplo, en el documento de trabajo de la Dirección General de Mercado Interior y Servicios de la Comisión Europea sobre los detalles técnicos de un posible marco de la UE para la elaboración de planes de recuperación y resolución bancaria de 6 de enero de 2011 (véase también el recuadro de la sección 4).

Más recientemente, en el primer trimestre de 2011, cuando las condiciones generales de los mercados

4 Para un análisis de los factores determinantes de la fijación de precios de los bonos bancarios con avales públicos en la crisis financiera reciente, véase A. Levy y A. Zaghini, «The pricing of government-guaranteed bank bonds», *Temì di Discussione*, n.º 753, Banca d'Italia, marzo de 2010.

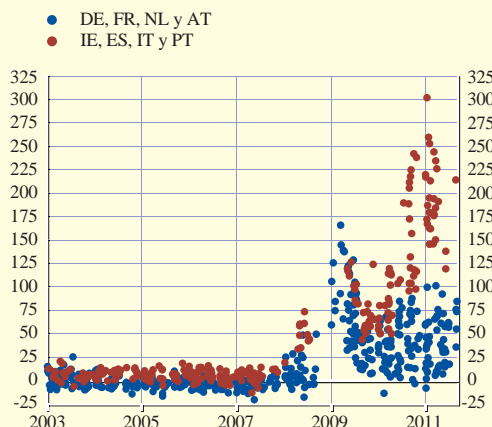
5 Véase J. Beirne et ál., «The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets», *Occasional Paper Series*, n.º 122, BCE, enero de 2011.

mejoraron, aunque entre los inversores todavía predominaba la incertidumbre acerca de la evolución futura, las emisiones de bonos garantizados alcanzaron máximos históricos, con una actividad trimestral superior a 95 mm de euros. Las emisiones se distribuyeron ampliamente entre los distintos países, con volúmenes considerables, por ejemplo, en Italia y España, e incluyeron emisiones por importes más elevados y, hasta cierto punto, a plazos de vencimiento más largos. No obstante, parte de esta pujante actividad en el mercado primario puede deberse, en cierta medida, a la cobertura anticipada de necesidades de financiación futuras, ya que la incertidumbre siguió siendo intensa. En el segundo trimestre de 2011, las emisiones se redujeron a menos de la mitad con respecto al primer trimestre. Pasando por alto el recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana, la actividad en el mercado primario suele ser más reducida en el segundo trimestre. Con todo, la actividad en este mercado está influenciada por la elevada volatilidad de los precios en el mercado secundario y, actualmente, los participantes en el mercado tienden a esperar períodos menos volátiles y a adelantar sus necesidades de emisión.

Con respecto a la formación de precios en el mercado, la estructura de costes que permitía a las entidades acceder al mercado de bonos garantizados con el fin de obtener financiación a largo plazo se vio considerablemente reconfigurada por la crisis. Durante 2008, los diferenciales de los mercados primarios y secundarios aumentaron y las grandes emisiones se paralizaron tras la quiebra de Lehman Brothers. Tras la reactivación del programa de adquisiciones de bonos garantizados del BCE en 2009, los precios en los mercados de estos bonos resultaron afectados de manera creciente por la crisis de la deuda soberana en 2010 y 2011 (véanse gráficos 8 y 9). En algunos países, los rendimientos en los mercados secundarios crecieron con fuerza, indicando que el acceso a los mercados primarios únicamente era posible a un coste muy elevado. Además, se observó una diferenciación de precios en los mercados primarios y secundarios no solo entre los distintos grupos de emisores de diferentes países, sino también entre los emisores individuales de cada país, incluso en

Gráfico 8 Diferenciales de los bonos garantizados a la emisión por nacionalidad del emisor

(puntos básicos)

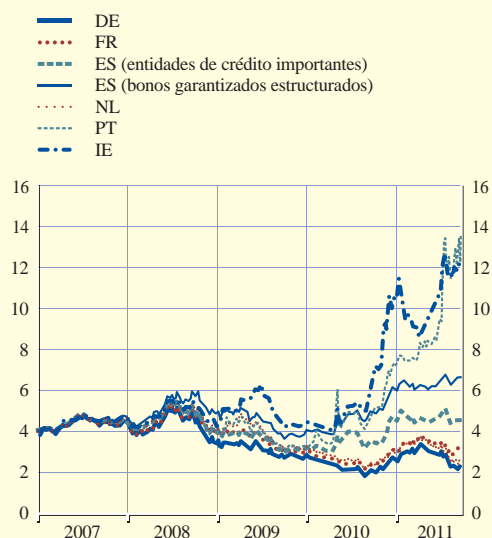


Fuentes: Dealogic DCM Analytics y cálculos del BCE.

Notas: Los diferenciales se calculan como diferenciales z con respecto a la curva *swap*. No se incluyen las operaciones retenidas. Los datos se basan en la nacionalidad de las operaciones del emisor. Solo se presentan los bonos denominados en euros a tipo de interés fijo con vencimiento a la emisión de 1,5 a 20 años y un valor nominal de al menos 500 millones de euros.

Gráfico 9 Rendimientos a cinco años de los bonos garantizados

(puntos básicos)

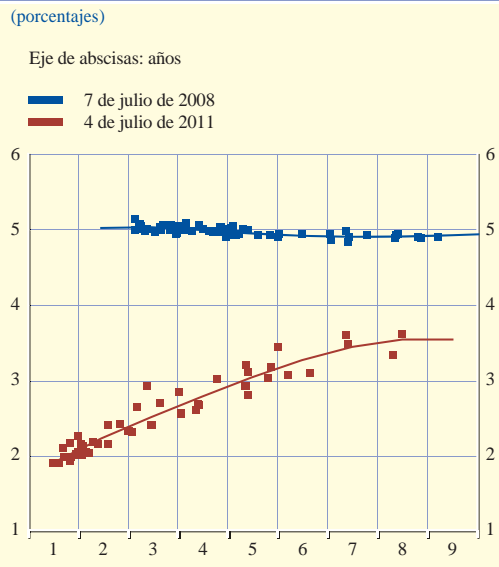


Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

Nota: Los rendimientos a cinco años a la par se calculan basándose en estimaciones de las curvas de bonos garantizados.

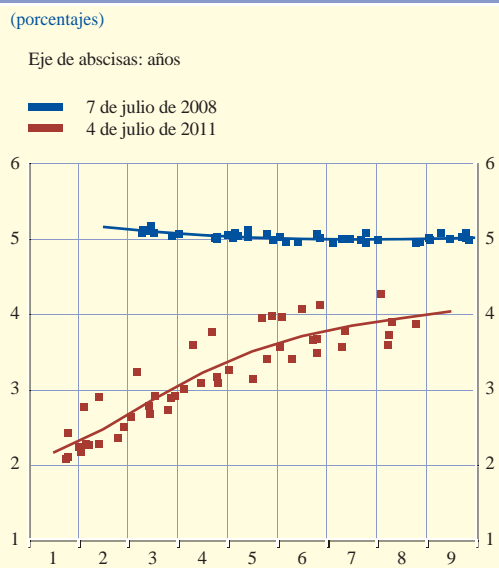
Los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro: evolución reciente, estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria

Gráfico 10 Curvas de rendimiento de los bonos garantizados alemanes en 2008 y 2011



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.
Notas: Para ambos años se ha seleccionado el primer lunes del segundo semestre (julio). Se presentan las curvas par estimadas (líneas continuas) y los rendimientos al vencimiento observados (puntos).

Gráfico 11 Curvas de rendimiento de los bonos garantizados franceses en 2008 y 2011



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.
Notas: Para ambos años se ha seleccionado el primer lunes del segundo semestre (julio). Se presentan las curvas par estimadas (líneas continuas) y los rendimientos al vencimiento observados (puntos).

el caso de países menos afectados por la crisis de deuda soberana como Francia y Alemania (véanse gráficos 10 y 11). Si se realiza una comparación histórica, se aprecia que la mayor diferenciación de precios en este mercado es un fenómeno nuevo que podría reflejar una mayor concienciación y una valoración más rigurosa del riesgo de crédito por parte de los inversores, en comparación con el período de infravaloración del riesgo observado antes de la crisis financiera, cuando las primas de riesgo eran excepcionalmente bajas.

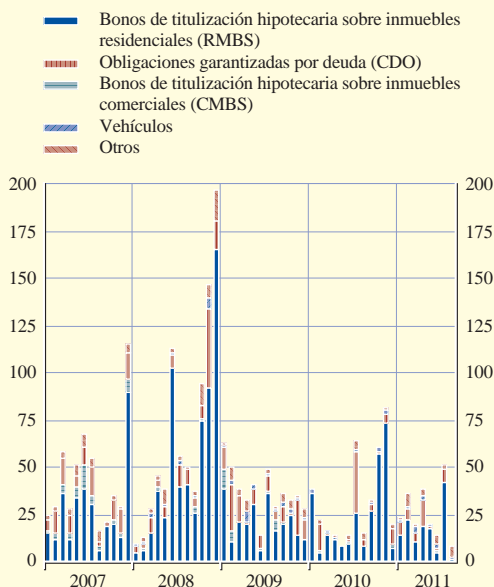
3.3 BONOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS Y BONOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA

Tras varios años de aumento de las emisiones, la actividad en el mercado de ABS de la zona del euro se paralizó cuando comenzaron las turbulencias en agosto de 2007. No obstante, no transcurrió mucho tiempo antes de que los originadores comenzaran a retener las nuevas emisiones ofertadas en colocaciones públicas y privadas para crear reservas de liquidez y utilizar estos activos como garantía en las operaciones con los bancos centrales (principalmente los bancos centrales del Euro-sistema). En consecuencia, las operaciones de titulización se incrementaron considerablemente, especialmente en el caso de las emisiones retenidas tras ofertas públicas de venta. De hecho, las emisiones alcanzaron niveles récord en el último trimestre de 2008, cuando las entidades de crédito sanearon sus balances antes del final del año. Sin embargo, muy pocas de las nuevas emisiones fueron adquiridas por inversores finales (véanse gráficos 12 y 13).

Según la información procedente de los mercados, el total de emisiones en la zona del euro se situó en 350 mm de euros en 2009, y en 2010 se redujo hasta 269 mm de euros (con emisiones por importe de 137 mm de euros en Países Bajos, 57 mm de euros en España y 21 mm de euros en Bélgica), de los que 37 mm de euros fueron adquiridos por inversores finales. El hecho de que en 2010 disminuyeran las emisiones puede deberse a: i) el agotamiento de la capacidad de titularizar activos de los balances de las entidades; ii) la persistencia de la incertidumbre regulatoria, y iii) la aplicación de

Gráfico 12 Emisiones de bonos de titulización (ABS) europeos desde enero de 2007

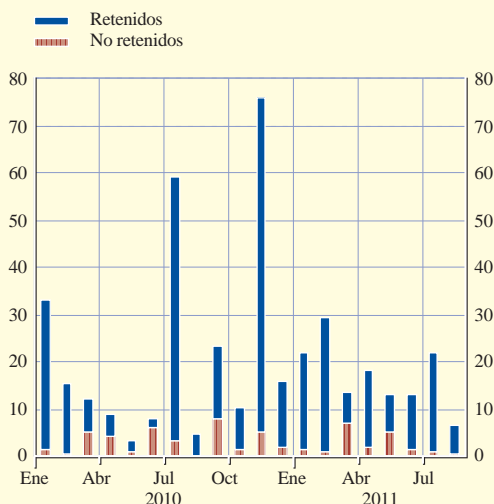
(mm de euros)



Fuentes: J. P. Morgan y cálculos del BCE.

Gráfico 13 Emisiones de bonos de titulización retenidos frente a no retenidos en la zona del euro

(mm de euros)



Fuentes: J. P. Morgan y cálculos del BCE.

unas normas más estrictas a los activos de garantía del Eurosistema en el caso de los ABS, que aumentaron el atractivo de emitir bonos garantizados desde el punto de vista de la eficiencia del sistema de activos de garantía.

La caída de la actividad continuó durante el primer semestre de 2011, y en los meses transcurridos hasta agosto se realizaron emisiones por importe de unos 138 mm de euros en la zona del euro, de los que 18 mm de euros se colocaron entre inversores finales. Esto corresponde a un porcentaje de alrededor del 13 %, que es acorde con el de 2010. Siete países han estado activos en este período (2010 y los meses de 2011 transcurridos hasta la fecha), y los emisores con activos subyacentes domiciliados en Países Bajos y Alemania representaron en torno al 75 % de las emisiones distribuidas. Aunque el número de operaciones no retenidas está lejos de ser satisfactorio, la trayectoria es positiva y se observan señales de moderada recuperación, en particular en el caso de los mercados de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales (RMBS, en sus siglas en inglés) de elevada calidad crediticia en Países Bajos y Bélgica y del mercado de bonos de titulización de préstamos para adquisición de vehículos en Alemania.

Al mismo tiempo, los ABS empezaron a utilizarse con frecuencia como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema (véase gráfico 14). Ciertamente, cuando el mercado mayorista de ABS cerró en 2007 y 2008, el volumen de ABS utilizados como garantía en las operaciones del Eurosistema se incrementó sustancialmente, pasando de unos 100 mm de euros en 2006 a casi 500 mm de euros a principios de 2010. La cifra de 2010 corresponde a aproximadamente el 25 % del valor total de los activos de garantía aportados. Por tanto, con el tiempo, el antiguo modelo de titulización basado en el principio de originar para distribuir ha sido sustituido por modelos de originar para retener y originar para financiar *via repos*, y la titulización ha sido utilizada por las entidades de crédito como un mecanismo de respaldo (a través de los bancos centrales), más que como un instrumento de financiación (en el mercado).

Los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro: evolución reciente, estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria

Varios factores explican este comportamiento del mercado de ABS. En primer lugar, las rebajas de las calificaciones crediticias, respaldadas por la revisión de criterios por parte de las agencias de calificación, y las tendencias negativas en materia de crédito contribuyeron a la desconfianza generada hacia este mercado. En segundo lugar, los instrumentos de inversión estructurada (SIV, sus siglas en inglés) y las sociedades vehiculares (*conduits*) fueron un importante grupo inversor. Estos «cuasi inversores» fueron sustancialmente menos activos durante la crisis. En tercer lugar, cuando continuaron las turbulencias, los inversores se concentraron en mayor medida en las carteras de activos que mantenían en esos momentos que en adquirir nuevas emisiones de activos en el mercado primario. Por último, la persistente preocupación en torno al riesgo de crédito, la volatilidad de los precios y los riesgos en general acrecentaron la inquietud acerca de los productos asociados a los ABS. Esta mayor aversión al riesgo ha que-

dado reflejada en el incremento de los diferenciales en el mercado secundario (véase gráfico 15). Algunos de los diferenciales de determinadas clases de activos del mercado secundario alcanzaron niveles elevados en 2009, antes de estrecharse gradualmente. En un entorno de crisis de la deuda soberana y de mayor aversión al riesgo, los diferenciales empezaron a ampliarse de nuevo a mediados de 2011.

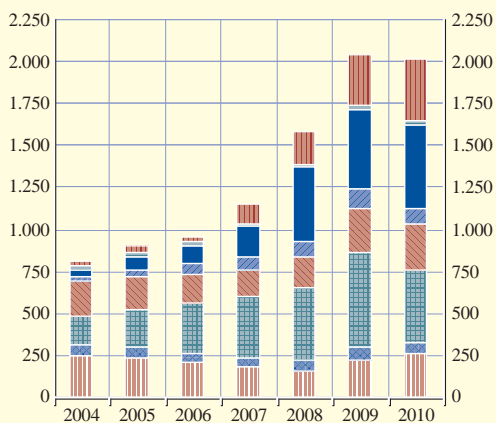
Como reflejo de la persistente aversión al riesgo, la demanda se centró en activos de garantía de alta calidad crediticia con pocos riesgos y buena rentabilidad, y procedió principalmente de países con riesgo de crédito soberano reducido. Únicamente pudieron colocarse en el mercado instrumentos genéricos con una mejora crediticia considerable de originadores que habían efectuado otras emisiones y con buena reputación.

En conjunto, la relativamente lenta reanudación de la actividad en los mercados de ABS pudo estar

Gráfico 14 Activos aportados como garantía en las operaciones del Eurosistema

(mm de euros)

- Bonos de titulización de activos
- Activos no negociables
- Otros activos negociables
- Valores de renta fija privada
- Bonos bancarios garantizados
- Bonos bancarios no garantizados
- Valores emitidos por las Administraciones regionales
- Valores emitidos por las Administraciones centrales

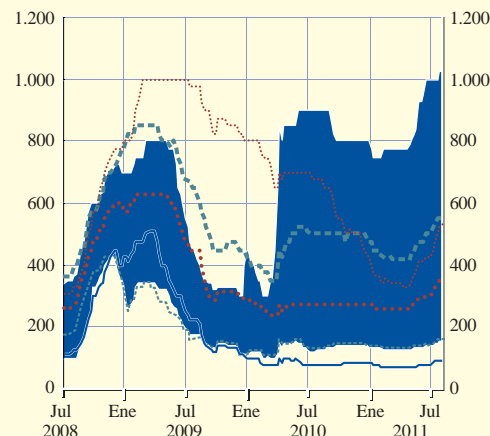


Fuente: BCE.

Gráfico 15 Diferenciales de los mercados secundarios con respecto al euríbor

(puntos básicos)

- Intervalo de diferenciales de los bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales
- Crédito al consumo
- Obligaciones garantizadas por préstamos concedidos a pymes españolas
- Préstamos para adquisición de vehículos
- Bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles comerciales
- Bonos de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales del Reino Unido



Fuentes: J. P. Morgan y cálculos del BCE.

relacionada con los numerosos problemas que surgieron en determinadas jurisdicciones (por ejemplo, fundamentos económicos débiles, como un crecimiento negativo del PIB, condiciones fiscales endebladas, situación macroeconómica incierta, aumento del desempleo o aplicación de medidas de austeridad), así como con la incertidumbre y la aversión al riesgo imperantes en líneas generales. En cuanto al potencial futuro de los mercados de ABS, la evidencia anecdótica obtenida de opiniones de participantes en el mercado indica que existe cierto grado de incertidumbre en torno al resultado final de la normativa de la UE, incluidas la Directiva de Requerimientos de Capital (DRC IV) y el proyecto Solvencia II. Esta incertidumbre regulatoria hace que tanto los emisores como los inversores tengan dudas acerca del entorno futuro de los mercados. Algunos analistas incluso afirman que, sin una perspectiva de conjunto, los recientes incentivos regulatorios realmente pueden representar un obstáculo para la recuperación del mercado.

Los bonos titulizados son, por su propia naturaleza, activos prácticamente únicos basados en la legislación nacional sobre titulización. Hay algunos rasgos comunes entre estos activos, pero las categorías de activos y el segmento de mercado requieren mayor estandarización y armonización antes de que dichos activos puedan contribuir a la integración financiera de la zona del euro. La disminución de la base de inversores desde que comenzaron las turbulencias no ha mejorado la situación desde la perspectiva de la integración. El creciente volumen de emisiones retenidas desde que estallaron las turbulencias también apunta a que las nuevas emisiones en el mercado primario no se venden fuera de las fronteras nacionales. Aunque la información pública sobre vendedores y compradores de ABS, así como los datos sobre tenencias de estos valores, son escasos e incompletos, la evidencia anecdótica obtenida de participantes en el mercado apunta a un mercado con un sesgo nacional⁶.

A este respecto, y con el fin de aumentar la transparencia y la estandarización en el ámbito de los ABS, en diciembre de 2010, el Consejo de Go-

bierno del BCE decidió introducir progresivamente un requisito en relación con la remisión de información individualizada sobre los préstamos que respaldan a los ABS en su sistema de activos de garantía para los originadores de estos instrumentos. Este sistema está basado en un conjunto de plantillas previamente acordadas, para el caso de que estos activos se utilicen como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema. El objetivo de esta iniciativa es estandarizar el mercado de ABS en Europa, lo que también hará que los participantes en el mercado dispongan de mucha más información y, de este modo, contribuir a hacer más completo el sistema financiero europeo, ampliar las posibilidades de financiación más allá de las fronteras nacionales y fomentar la integración a través de mejoras en la comparabilidad de los instrumentos de los distintos países.

4 IMPLICACIONES PARA LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS, LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA Y LAS POLÍTICAS REGULATORIAS

4.1 ESTADO DE LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS

Un funcionamiento correcto de los mercados y una integración financiera sólida favorecen una transmisión fluida y equilibrada de la política monetaria en la zona del euro. En concreto, habida cuenta del papel que desempeñan las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión, el estado de integración de los mercados de financiación bancaria tiene gran importancia. La integración de estos mercados en la zona del euro no implica necesariamente la unificación de precios en los mercados primarios y secundarios de los distintos emisores. Dado que las distintas entidades tienen una calidad crediticia diferente, es necesaria una valoración de las respectivas primas de riesgo de crédito. La integración financiera únicamente se ve obstaculizada si, más allá de la percepción de los inversores sobre el riesgo de crédito de cada entidad, los emisores, a causa de su país de origen, tienen problemas o incurren en costes adicionales para acceder

6 Véase «European Securities Products Weekly», Barclays Capital, 23 de mayo de 2011.

al mercado de financiación mediante deuda a largo plazo. Aunque las dificultades de acceso o los costes adicionales pueden resultar difíciles de identificar con exactitud, algunos indicadores basados en precios y en volúmenes pueden aportar bastante información.

La panorámica general de las cotizaciones en los mercados primarios y secundarios presentada en las secciones anteriores muestra que, durante la crisis financiera, los precios mostraron divergencias en diversos segmentos de los mercados de financiación a largo plazo de las entidades de crédito. En consecuencia, el acceso a estos mercados se encareció para algunos emisores. En primer lugar, parte de esta divergencia refleja claramente una mejor evaluación y valoración del riesgo, que no está relacionada con el país de origen de los emisores, como indica la diferenciación de precios existente incluso entre distintos emisores de los mismos países con calificación AAA (véase la dispersión de precios en los gráficos 10 y 11). Sin embargo, actualmente también se aprecian señales de diferenciación de precios en función del país en el mercado primario de deuda a largo plazo de las entidades de crédito, que comenzaron con la crisis de la deuda soberana. Como se observa en los gráficos 5 y 6, en 2009, los costes de acceso al mercado primario de deuda a largo plazo de las entidades dependían de la calificación crediticia. De igual modo, el coste de emisión de los bonos con avales públicos era menor, con pequeñas diferencias en función del origen del bono garantizado. En 2011, los costes de emisión en el mercado primario han dependido claramente del país de origen más que de la calificación. Además, las diferencias en los costes de estos bonos se han incrementado en los distintos países. Aunque esta evidencia apunta con claridad a que el acceso a la financiación mediante deuda a largo plazo se ha visto algo más dificultado en el caso de entidades procedentes de países muy afectados por la crisis de la deuda soberana, en cierta medida puede ser resultado de la percepción de los inversores de que la calidad crediticia de las entidades depende de la fortaleza de la deuda soberana, en lugar de considerarla una mera señal de un menor grado de integración de este mercado (véase también la sección 2). Además, el hecho de

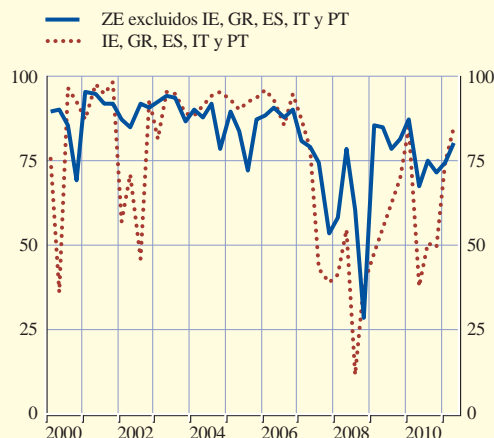
que, en estos momentos, la nacionalidad del emisor sea más importante que las calificaciones crediticias para la fijación de precios también puede deberse, en parte, a que las opiniones de los inversores no son plenamente acordes con la valoración de las agencias de calificación.

Desde la perspectiva de la integración financiera, es importante que todos los emisores accedan a la totalidad del mercado de la zona del euro. Más allá de la cuestión de la valoración del riesgo, los indicadores de volúmenes emitidos en el mercado internacional aportan, por tanto, mucha información. A este respecto, los gráficos 16 y 17 muestran el porcentaje de emisiones internacionales de bonos, es decir, bonos vendidos a inversores en al menos otro país aparte del país de origen del emisor⁷. Hasta mediados de 2007, este indicador había señalado, en general, que las emisiones internacionales de bonos no garantizados y de bonos garantizados por parte de las entidades de crédito habían sido elevadas. De hecho, casi todas las emisiones de bonos de países que actualmente están muy afectados

⁷ En relación con esta medida se ha de observar que solo indica si parte de una emisión de bonos se vendió al menos a un inversor no nacional.

Gráfico 16 Porcentaje de emisiones internacionales de bonos bancarios

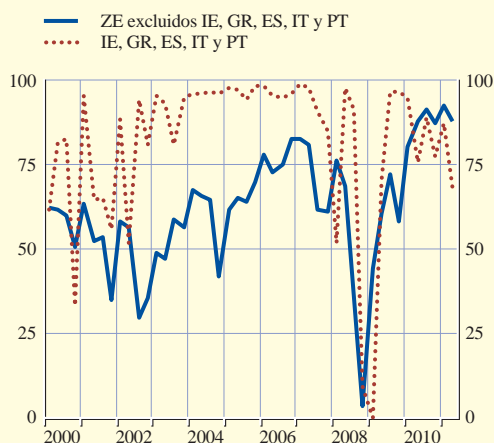
(porcentaje del total de emisiones)



Fuentes: Dealogic DCM Analytics y cálculos del BCE.
Notas: La nacionalidad del emisor está determinada por la nacionalidad de la entidad matriz o, si el bono está garantizado, por la nacionalidad del avalista. No se incluyen las operaciones retenidas ni los bonos estructurados (véanse también las notas de los gráficos 1 y 2).

Gráfico 17 Porcentaje de emisiones internacionales de bonos garantizados

(porcentaje del total de emisiones)



Fuentes: Dealogic DCM Analytics y cálculos del BCE.

Notas: La nacionalidad del emisor está determinada por la nacionalidad de la entidad matriz. No se incluyen las operaciones retenidas.

por la crisis de la deuda soberana fueron emisiones internacionales. En comparación con los volúmenes emitidos en 2006 y 2008 (esto es, el último año completo anterior a la crisis y el primer año completo de crisis), el total de emisiones internacionales de bonos bancarios de los países de la zona del euro se redujo 156 mm de euros (42 mm de euros en el caso de los bonos garantizados), mientras que las emisiones de bonos en los mercados nacionales se incrementaron 72 mm de euros (113 mm de euros para los bonos garantizados). La evidencia disponible indica que las entidades trataron activamente de compensar el deterioro en los mercados internacionales de financiación centrándose en los inversores nacionales.

Desde mediados de 2007, si la evolución observada se considera más allá de la caída de las emisiones internacionales (y totales) tras la quiebra de Lehman Brothers⁸, el porcentaje de bonos colocados en los mercados internacionales ha tendido a ser ligeramente menor en el caso de los bonos no garantizados, pero no en el de los bonos garantizados. En los países de la zona del euro menos afectados por la crisis de la deuda soberana, las emisiones internacionales de bonos bancarios se normalizaron sustancialmente a partir del primer

trimestre de 2009. Al principio, esta normalización estuvo impulsada por las elevadas emisiones de bonos con avales públicos, que en el caso de estos países se colocaron, en su mayor parte, en los mercados internacionales⁹. En los países más afectados por la crisis de la deuda soberana, el retorno a los mercados internacionales fue más gradual, ya que el efecto de las emisiones internacionales de bonos con avales públicos quedó eclipsado por un aumento muy acusado de los bonos no garantizados colocados en los mercados nacionales. En los tres últimos trimestres de 2010, el porcentaje de emisiones internacionales disminuyó de nuevo en este grupo de países cuando la crisis de la deuda soberana se intensificó. En este período, la mitad de las emisiones de bonos con avales públicos de estos países fueron emisiones nacionales, en comparación con menos del 10% en la primera parte de la crisis.

Por lo que respecta al mercado de bonos garantizados, las emisiones internacionales aumentaron a partir del segundo trimestre de 2009, como consecuencia de la acusada mejora de la actividad en los mercados primarios tras el anuncio y la puesta en marcha del programa de adquisiciones de bonos garantizados del BCE. En general, las emisiones internacionales en los mercados de bonos garantizados de los países menos afectados por la crisis de la deuda soberana realmente parecen haber sido más numerosas que antes de la crisis, probablemente debido a que los inversores conocen mejor y están más interesados en este producto que anteriormente. Por el contrario, parece observarse cierta tendencia a que las entidades de crédito ubicadas en países que actualmente están experimentando estas tensiones en los mercados de deuda soberana dependan en mayor medida de los inversores nacionales que con anterioridad a la crisis.

⁸ Algunas de estas caídas se deben al hecho de que la moderada actividad emisora en este período llevó a una paralización casi total de las grandes operaciones internacionales. Por ejemplo, en el caso de las grandes emisiones de bonos garantizados, que prácticamente en su totalidad se colocan en los mercados internacionales, no se registró prácticamente ninguna actividad en los mercados primarios en el último trimestre de 2008 y muy limitada en el primer trimestre de 2009.

⁹ En los países menos afectados por la crisis de la deuda soberana, es posible que parte de la participación transfronteriza también esté relacionada con los efectos de la búsqueda de activos de mejor calidad.

Los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro: evolución reciente, estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria

En general, si la tasa de participación de inversores transfronterizos registra oscilaciones importantes, las fluctuaciones en los mercados individuales pueden aumentar a través de sus efectos en la demanda. Además, los períodos prolongados de actividad transfronteriza reducida pueden dar lugar a diferenciales de precios permanentes no relacionados con el riesgo de crédito, ya que pueden afectar negativamente a las condiciones de liquidez en segmentos del mercado realmente aislados del resto de la zona del euro. Tomando como base el porcentaje de emisiones internacionales, no puede descartarse que los bajos niveles de participación de inversores transfronterizos, especialmente en períodos de tensiones agudas con origen en el sector bancario o en los mercados de deuda soberana, puedan haber acentuado las diferencias en los costes de financiación a largo plazo entre los países de la zona del euro. No obstante, no se dispone de evidencia sólida de que la crisis haya provocado una segmentación permanente en términos de la participación en los mercados primarios dentro de la zona del euro.

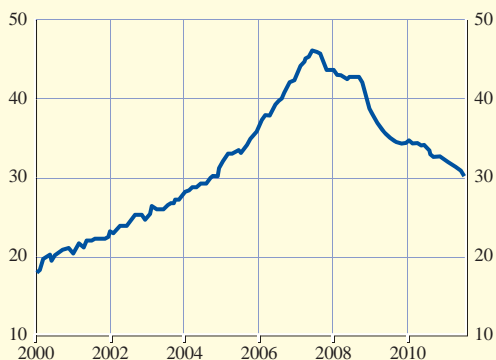
Además de los costes y de la disponibilidad de acceso de las entidades de crédito a los mercados

de financiación mediante deuda a largo plazo de la zona del euro, las tendencias transfronterizas de deuda a largo plazo de este sector son un importante indicador de la integración de los mercados. Para valorar este aspecto, en el gráfico 18 se presenta el porcentaje de tenencias transfronterizas de valores de renta fija emitidos por las IFM de la zona del euro en poder de este sector. El gráfico muestra que estas tenencias tendieron a aumentar entre 2000 y 2007. Durante la crisis, el porcentaje de tenencias transfronterizas de valores de renta fija de la zona del euro ha disminuido ligeramente, pero se ha mantenido elevado en comparación con los niveles de principios de la pasada década.

En general, resumiendo la evidencia obtenida de indicadores sobre fijación de precios, emisiones y tenencias de deuda bancaria a largo plazo, existen indicios de que hay algunos problemas para acceder al mercado de emisores de algunos países, especialmente en términos de fijación de precios. No obstante, la integración financiera no significa que no haya diferenciales, y en conjunto no se dispone de indicaciones sólidas de que, en la zona del euro, el mercado de deuda a largo plazo de las entidades de crédito esté menos integrado actualmente que en los años anteriores al auge registrado en la emisión de valores.

Gráfico 18 Porcentaje de tenencias transfronterizas de valores de renta fija emitidos por IFM de la zona del euro en poder de este sector

(porcentaje de tenencias; excluido el Eurosistema)



Fuente: BCE.

Notas: Los porcentajes de tenencias transfronterizas de valores de la zona del euro se calculan como todos los valores de renta fija en poder de las IFM de la zona (excluido el Eurosistema) emitidos por IFM de países de la zona, excluidas las emisiones realizadas en el país de origen, divididos por esas mismas tenencias, pero incluyendo las emisiones del país de origen. Únicamente se tienen en cuenta los valores con vencimiento a más de dos años.

4.2 IMPLICACIONES PARA LA TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

En contraposición a la opinión de que las entidades de crédito no desempeñan un papel activo, sino que actúan como intermediarios pasivos a través de los cuales los bancos centrales influyen en la economía en general, la crisis actual ha puesto en evidencia la importancia de que los intermediarios financieros funcionen correctamente para respaldar una transmisión fluida de la política monetaria. Por tanto, el denominado «canal crediticio»¹⁰, que asigna una función especial a las entidades de crédito en los procesos de transmisión

10 Véase B. S. Bernanke y M. Gertler, «Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n.º 4, otoño de 1995, pp. 27-48.

de la política monetaria, puede ser el enfoque más adecuado para explicar y entender las experiencias de los últimos años.

Un componente clave del canal crediticio es la existencia de fricciones en los mercados de crédito, procedentes, por ejemplo, de información imperfecta, y que generan una brecha entre los costes de la financiación interna y externa. Al afectar a la situación económica general y a las expectativas de crecimiento y rentabilidad futuros, la política monetaria puede influir en los costes de la financiación externa en mayor medida que a través de la modificación de la senda esperada de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. Este canal puede actuar a través de la prima que pagan los prestatarios no financieros para obtener financiación en los mercados o financiación bancaria. Por ejemplo, el hecho de que las entidades de crédito dispongan de información privada conseguida en el proceso de selección y seguimiento de los prestatarios influye en la prima que estos abonan a la entidad, en comparación con los costes de acceso a la financiación en los mercados. Además, el canal de transmisión también puede hacer sentir su influencia a través de la prima que las entidades deben pagar para obtener financiación en los mercados.

Al asignar un destacado papel a las entidades de crédito en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, desde la perspectiva del banco central es importante realizar un seguimiento de las tendencias y las condiciones vigentes en los mercados de financiación de las entidades, ya que, en determinados períodos, pueden debilitar o amplificar el efecto de las acciones de política monetaria en la economía real. Para obtener una valoración más completa de las condiciones actuales y esperadas en el futuro en los mercados de financiación de las entidades y de la influencia que estas condiciones pueden tener en la oferta de crédito, los bancos centrales también pueden realizar encuestas solicitando a las entidades que cuantifiquen estos efectos. Por ejemplo, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro (EPB) relaciona la capacidad de las entidades para acceder a la financiación en los mercados con los criterios que aplican para conceder préstamos¹¹.

Además, durante la crisis, la encuesta ha incluido varias preguntas ad hoc, abordando específicamente las repercusiones de la situación en los mercados financieros.

Dado que los mercados de financiación de las entidades de crédito pueden verse afectados por otras perturbaciones que no sean las acciones de política monetaria, estas perturbaciones pueden provocar modificaciones en el flujo de crédito distintas que las causadas por la orientación de la política monetaria. Por ejemplo, durante la crisis reciente, si bien la demanda de préstamos realmente fue menor de lo habitual, la preocupación en torno a la oferta de crédito derivada de la elevada aversión al riesgo de las entidades, el mal funcionamiento de los mercados de financiación y la necesidad de reducir los niveles de endeudamiento fueron generalizados en muchas economías. Aunque un banco central no debe tratar de contrarrestar todas las perturbaciones o ineficiencias en un mercado concreto, en situaciones extremas, la importancia de la financiación de mercado puede hacer que sea necesario que recurra a medidas no convencionales dirigidas a segmentos específicos del mercado para asegurar que el flujo de crédito no se vea obstaculizado por el mal funcionamiento de estos mercados. Por ejemplo, uno de los objetivos del programa de adquisiciones de bonos garantizados del BCE era «estimular a las entidades de crédito a mantener y ampliar su financiación a clientes»¹².

En cuanto a la evidencia empírica, el análisis realizado en las secciones anteriores muestra que, actualmente, los mercados de financiación a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro se caracterizan por una heterogeneidad considerable en los distintos emisores y países. Como se muestra en el cuadro que figura más adelante, la prima que los inversores exigen a las entidades de

11 Para conocer un estudio empírico que utiliza la información obtenida de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro (y la encuesta correspondiente en Estados Unidos, «Senior Loan Officer Survey») con el fin de identificar los cambios en la demanda y la oferta de préstamos, véase M. Ciccarelli, A. Maddaloni y J. L. Peydró, «Trusting the bankers – A new look at the credit channel of monetary policy», *Working Paper Series*, n.º 1228, BCE, julio de 2010.

12 Decisión del Banco Central Europeo de 2 de julio de 2009 sobre la ejecución del programa de adquisiciones de instrumentos de renta fija tipo Pfandbrief (bonos garantizados) (BCE/2009/16).

crédito de varios países es más elevada que hace dos años, durante la fase de recuperación tras la quiebra de Lehman Brothers¹³. La diferenciación entre países también ha aumentado de manera acusada. En consecuencia, hay señales de crecientes divergencias en los tipos de interés que las IFM ubicadas en diversos países de la zona del euro aplican a los préstamos. En este contexto, desde la perspectiva de la política monetaria, es muy importante realizar un seguimiento de las tendencias y las condiciones vigentes en los mercados de financiación a largo plazo de las entidades de crédito.

4.3 IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD Y LA REGULACIÓN BANCARIA

Una lección clave de la crisis es la necesidad de regular las entidades de crédito, con el fin de evitar excesivos riesgos de liquidez derivados de una dependencia desproporcionadamente elevada de la financiación a corto plazo. Con todo, la financiación a largo plazo de las entidades de crédito puede conllevar otros riesgos para la economía. Al mantener unos costes de financiación elevados durante un tiempo prolongado existe el riesgo de que, en el futuro, las entidades repercutan estos costes en los prestatarios durante un período considerable¹⁴. No obstante, el recurso de las entidades a la financiación mediante deuda a largo plazo debería reducir su exposición a la volatilidad de los movimientos a corto plazo de los mercados, especialmente en períodos en los que la confianza y el apetito por el riesgo de los inversores cambian con

frecuencia. Por tanto, se debería respaldar el uso activo de los mercados de deuda a largo plazo por parte de las entidades de crédito de los países de la zona del euro, y el funcionamiento fluido de estos mercados debería ser un objetivo importante para los reguladores y los supervisores (en el recuadro 1 se describe la evolución reciente en el ámbito de la regulación y sus implicaciones para los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito).

Por lo que respecta a la situación actual en estos mercados, especialmente si se comparan los costes de financiación en los distintos países de la zona del euro, se observa un nivel considerable de dispersión en estos costes que está relacionado, en gran medida, con la crisis de la deuda soberana. Esto subraya la importancia de que los países logren que su situación fiscal retorne a una senda sostenible, también con el objeto de reducir las divergencias patentes en los costes de financiación de las entidades. De igual modo, la aplicación de unas prácticas adecuadas de gestión de los riesgos en las entidades debería debilitar el vínculo entre el riesgo soberano y el riesgo del sector bancario.

13 Para facilitar la comparación, en el cuadro se presentan las primas de CDS, que en la mayor parte de los casos son similares a los diferenciales entre los bonos bancarios correspondientes y los tipos *swap* en los mercados secundarios.

14 Para conocer evidencia empírica de que las entidades de crédito que dependen de la financiación en los mercados de renta fija repercuten en los prestatarios los efectos de las perturbaciones que se producen en estos mercados, véase, por ejemplo, G. Hale y J. A. C. Santos, «Do Banks Propagate Debt Market Shocks?», *Working Paper Series*, n.º 2010-08, Reserva Federal de San Francisco, 2010.

Primas de CDS de entidades de crédito y tipos de interés a corto plazo aplicados por las IFM a los préstamos a las sociedades no financieras en algunos países de la zona del euro

(tipos de interés en porcentaje; nuevas operaciones; primas de CDS en puntos básicos)

	Primas de CDS Septiembre de 2009	Primas de CDS Septiembre de 2011	Tipos de interés Septiembre de 2009	Tipos de interés Julio de 2011
Alemania	91	271	2,43	3,13
Francia	81	284	1,84	2,94
Italia	58	472	2,28	3,32
España	152	823	2,66	3,68
Portugal	87	1.066	4,36	6,14
Irlanda	631	514	2,82	3,81
Grecia	144	2.246	3,62	5,91
<i>Diferencia (máxima-mínima)</i>	<i>573</i>	<i>1.975</i>	<i>2,51</i>	<i>3,19</i>

Fuentes: Datastream, BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los tipos a corto plazo se refieren a vencimientos «hasta un año». Para los tipos de interés, los últimos datos disponibles corresponden a julio de 2011. Las primas de CDS de entidades de crédito se refieren a la prima mediana de las medias móviles de cinco días al final de la cuarta semana de septiembre. En el caso de Irlanda solo se dispone de datos de una entidad.

Dado que también es claramente ostensible una dispersión de los costes dentro de los países, lo que apunta a que los participantes en el mercado dedican mayor atención a evaluar y valorar el riesgo de crédito, las entidades deberían aumentar su base de capital, en caso necesario, con el fin de reducir la prima de financiación exigida por los inversores en deuda bancaria a largo plazo.

Los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro: evolución reciente, estado de la integración e implicaciones para la transmisión de la política monetaria

Recuadro I

IMPLICACIONES DE LA EVOLUCIÓN DE LA REGULACIÓN EN LOS MERCADOS DE FINANCIACIÓN MEDIANTE DEUDA A LARGO PLAZO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

En los últimos años, el Consejo de Estabilidad Financiera (CEF) y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Comité de Basilea), bajo el liderazgo del G 20, han realizado un importante trabajo en relación con la reforma regulatoria del sector financiero. Cabe destacar que Basilea III constituye la piedra angular de la reforma del sector bancario, al reforzar el arsenal de requerimientos prudenciales endureciendo las medidas existentes e introduciendo normas completamente nuevas, como requerimientos de liquidez y una ratio de apalancamiento libre de riesgo.

Se espera que la introducción de estas nuevas normas conlleve mejoras significativas en la capacidad de resistencia del sistema bancario. Al mismo tiempo, conviene estudiar y seguir con atención las posibles repercusiones que puedan tener en los distintos segmentos del mercado financiero por el lado tanto de la oferta como de la demanda.

En este recuadro se analizan, en particular, las implicaciones de los nuevos requerimientos de liquidez para los instrumentos de deuda a largo plazo que utilizan las entidades de crédito para financiarse. A diferencia de las normas sobre solvencia bancaria (establecidas en el marco de Basilea II y traspuestas a la legislación europea), hasta el momento los requerimientos de liquidez no han sido armonizados a escala internacional, y las normas prudenciales nacionales de liquidez (en aquellos países donde existen) son muy distintas de un país a otro. Así pues, los nuevos requerimientos de liquidez constituyen el primer ejemplo de consenso internacional en esta materia.

En respuesta a las inadecuadas prácticas de gestión del riesgo de liquidez de las entidades de crédito puestas de manifiesto por la crisis financiera, en diciembre de 2010 el Comité de Basilea propuso dos nuevas normas que establecían niveles mínimos de liquidez: a) en el corto plazo, la ratio de cobertura de liquidez (LCR, en sus siglas en inglés) tiene por objeto asegurar que las entidades de crédito dispongan de suficientes activos líquidos de alta calidad para soportar un escenario de tensiones considerables durante un mes; b) en el largo plazo, la ratio de financiación neta estable (NSFR, en sus siglas en inglés) amplía los incentivos para que las entidades de crédito se financien recurriendo, de manera estructural, a fuentes de financiación más estables.

El punto de partida del análisis del impacto en los mercados de capitales de la nueva regulación sobre el riesgo de liquidez son los «puntos de segmentación» con respecto a i) la definición de activos líquidos, y ii) la definición de «vencimiento a largo plazo» (30 días para la LCR y un año para la NSFR). Estos puntos (o umbrales) de segmentación definen en qué clases de activos tendrán incentivos/desincentivos para invertir las entidades de crédito, así como qué fuentes de financiación tendrán incentivos/desincentivos para utilizar. En general, es probable que los requerimientos de liquidez afecten tanto al activo como al pasivo de los balances del sistema bancario, ya que se exigirá

a las entidades que tengan más activos líquidos y que ajusten la estructura de su deuda emitiendo deuda a largo plazo. Aunque actualmente no se sabe con detalle la manera exacta en que se ajustarán los balances del sistema bancario, cabe esperar que el ajuste se realice del siguiente modo:

- *En primer lugar, será necesario financiar el aumento de las tenencias de activos líquidos exigido en la LCR:* por el lado del activo del balance, es probable que las entidades traten de adquirir más activos líquidos admitidos, como deuda pública de elevada calidad crediticia (AA- o superior) y liquidez, así como bonos garantizados y valores de renta fija de sociedades no financieras de alta calidad. Partiendo del supuesto de que el tamaño del balance de las entidades de crédito se mantiene constante, estas adquisiciones tendrán que compensarse con una reducción de otros activos «no líquidos», como deuda soberana y valores de renta fija privada con calificaciones crediticias más bajas, así como activos no negociables (por ejemplo, préstamos). A escala más estructural, no puede descartarse que la actividad general disminuya en determinados segmentos de los mercados de capitales si las entidades tienen fuertes desincentivos para adquirir instrumentos específicos con calificaciones más bajas en los mercados de capitales, como deuda soberana, bonos garantizados, valores de renta fija privada y bonos emitidos por instituciones financieras, así como acciones y otras participaciones.

Alternativamente, por el lado del pasivo, las entidades podrían tratar de reducir sus «salidas de efectivo netas» en el período de tensión de 30 días (el denominador de la LCR). Esto podría llevarse a cabo de diversas maneras; por ejemplo, disminuyendo su dependencia de la financiación mayorista a corto plazo, reduciendo sus compromisos de liquidez con vehículos fuera de balance y dependiendo más de fuentes de financiación «estable», como los depósitos y la emisión de valores a más largo plazo.

- *En segundo lugar, un aumento de la demanda de activos líquidos a más largo plazo con arreglo a la NSFR:* además del efecto de contagio positivo en la NSFR procedente del cumplimiento de la LCR, las entidades de crédito necesitarían dar una serie de pasos para alcanzar un ratio estructural de financiación satisfactoria. Medidas plausibles podrían ser las siguientes: primero, mantener más capital en relación con la deuda incrementando los recursos propios básicos (*tier 1*) y reduciendo la financiación mayorista a corto plazo. La viabilidad de este escenario aumenta aún más en relación con el marco de capital revisado que exige a las entidades mantener más recursos propios *tier 1* (véase más adelante). Segundo, las entidades podrían ampliar el vencimiento de la financiación mayorista más allá de un año, por ejemplo mediante la emisión de más bonos a largo plazo. Tanto el primer paso como el segundo elevarían la «cantidad de financiación estable disponible», el numerador de la NSFR. Tercero, como complemento al cumplimiento de la LCR, las entidades podrían reemplazar los bonos con calificación más baja por otros con mejor calificación, lo que les permitiría incluir los bonos en sus carteras de inversión. No obstante, en este proceso también podrían reemplazarse/reducirse otras clases de activos, incluidos los préstamos a largo plazo concedidos al sector privado. El tercer paso reduciría la «cantidad de financiación estable requerida», el denominador de la NSFR.

En general, es probable que la actividad en los mercados relacionados con la financiación mayorista a corto plazo no garantizados o con activos «no líquidos», como otros bonos bancarios y valores de renta fija de sociedades no financieras de baja calidad crediticia, se vea reducida, mientras que la demanda de instrumentos de los mercados de financiación a largo plazo y de activos más líquidos,

como la deuda soberana y los bonos garantizados de alta calidad crediticia, posiblemente aumentará. Al mismo tiempo, pueden surgir innovaciones financieras inducidas por la regulación, adaptadas a los horizontes establecidos en los requerimientos de liquidez.

Además de los nuevos requerimientos de liquidez, otros aspectos de la reforma regulatoria pueden influir en la demanda y en la oferta de determinados tipos de instrumentos de deuda de las entidades de crédito. Por un lado, las mayores exigencias de capital proporcionarán un colchón más amplio frente a la posibilidad de impago de la deuda y, por consiguiente (en igualdad de condiciones), reducirán el riesgo de las inversiones de los tenedores de bonos. Por otro, con el fin de reducir la probabilidad de que se produzcan quiebras bancarias perjudiciales y de coste elevado, los reguladores están valorando si podrían utilizarse instrumentos con capacidad de absorción de pérdidas¹ de capital, con el fin de ayudar a recapitalizar entidades en momentos de tensión. Este enfoque podría incrementar las presiones de financiación de las entidades, ya que es probable que los inversores exijan una prima de riesgo adicional para invertir en instrumentos de deuda de las entidades.

También se están preparando algunas reformas que afectan a las instituciones financieras no bancarias y que probablemente influyan en la demanda de instrumentos de deuda de las entidades de crédito. A las empresas de seguros europeas, por ejemplo, les resultará más costoso mantener bonos y acciones emitidos por entidades de crédito con arreglo a las nuevas propuestas del proyecto Solvencia II², cuya introducción está prevista para principios de 2013. En términos generales, Solvencia II puede traducirse en una preferencia por la deuda soberana y la deuda bancaria a corto plazo y de calificación crediticia más elevada (especialmente, bonos garantizados), frente a otros valores de empresas, y podría reducir la capacidad de las entidades para emitir deuda sin garantías.

Los nuevos requerimientos de liquidez también están sujetos a un largo período de observación en el que debe efectuarse una atenta valoración de los efectos no deseados y puede dar lugar a nuevos ajustes. En Europa, la Comisión Europea propuso (el 20 de julio de 2011) llevar a cabo una revisión de la Directiva de Requerimientos de Capital, con el fin de incorporar Basilea III a la legislación de la UE. En cuanto a los requerimientos de liquidez, la Comisión propone introducir una ratio de cobertura de liquidez, tras un período de observación y revisión, en 2015, en consonancia con los requerimientos de Basilea III. Por lo que respecta a la ratio de financiación neta estable, la Comisión aprovechará el período de observación más prolongado establecido por Basilea (hasta 2018) para preparar una propuesta legislativa.

- 1 El concepto de «absorción de pérdidas» se refiere a que los tenedores de deuda bancaria correrían el riesgo de que determinados tramos se reestructuren (esto es, en caso de registrarse minusvalías o de efectuarse una conversión en acciones) si se cumplen una serie de condiciones de activación. Los reguladores todavía están considerando hasta qué punto sería eficaz la absorción de pérdidas en la deuda y cómo se estructuraría.
- 2 El proyecto Solvencia II se originó en la Comisión Europea, y no en la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, equivalente al Comité de Basilea en materia de seguros. Por consiguiente, la influencia de Solvencia II fuera de la Unión Europea, en comparación con Basilea III, es más incierta.

5 CONCLUSIONES

En este artículo se analiza el estado actual de los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro y se consideran sus implicaciones para la integración financiera, la política monetaria y la regulación.

En la primera parte del artículo se muestra que la mayor parte de los segmentos de los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo se ha recuperado de las tensiones registradas durante la crisis, aunque, en algunos aspectos, esta recuperación aún es solo parcial. Al mismo tiempo, los mercados volvieron a verse influenciados por la crisis de la deuda soberana, así como por la mayor concienciación de

los inversores, en general, en lo que respecta a la evaluación y la valoración del riesgo de crédito.

En la segunda parte del artículo se llega a la conclusión de que, desde la perspectiva de la integración financiera, aunque la fijación de precios en los mercados actualmente está relacionada con el país de origen de las entidades de crédito, no se dispone de evidencia de que la crisis haya provocado una segmentación permanente en lo que respecta a la participación en los mercados primarios en la zona del euro. Desde la perspectiva de la política monetaria, las divergencias observadas en el acceso y en los costes de financiación a largo plazo de las entidades pueden influir negativamente en su actividad crediticia y, por tanto, dificultar la transmisión de la política monetaria en la zona del euro.

En general, cabe esperar que la desaparición de los factores negativos que actualmente están afectando a los mercados de financiación mediante deuda a largo plazo de las entidades de crédito de la zona del euro conduzca a estos mercados a una situación en la que las divergencias entre emisores únicamente reflejen diferencias básicas en los factores de riesgo. Naturalmente, es posible que persistan diferencias entre emisores en un sistema financiero robusto integrado por entidades que aplican diferentes modelos de negocio. No obstante, el objetivo de los reguladores y de las propias entidades de la zona del euro debería ser lograr disminuir estas discrepancias hasta niveles sostenibles, centrándose en la reducción del nivel general de riesgo de crédito mediante la ampliación de su base de capital y la mejora de los sistemas de gestión de riesgos.