

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

Introducción

En el año 2015 la nueva financiación a través de los mercados de capitales experimentó un retroceso, que afectó a la mayoría de los segmentos. Por sectores, esta evolución vino determinada principalmente por el menor ritmo de colocaciones de instrumentos de renta fija del sector bancario y el sector público, siendo la caída en las emisiones de sociedades no financieras (SNF) menos acusada. El retroceso emisor del sector bancario durante el año estuvo condicionado, en parte, por la discusión en torno al nuevo marco regulatorio sobre requisitos de deuda con absorción de pérdidas (TLAC, *Total Loss Absorbing Capacity*), cuyos detalles se hicieron públicos en noviembre. En el caso del sector público, la caída de la actividad emisora respondió a las menores necesidades de los Gobiernos de las principales economías desarrolladas, que siguen implementando procesos de consolidación fiscal, mientras que las emisiones de los países emergentes tienen un peso agregado en el total mucho menor. Por su parte, las emisiones de SNF fueron el segmento que mejor se comportó, aunque experimentaron una evolución desigual, en función del tipo de instrumento y la región emisora.

El retroceso de las emisiones no fue homogéneo a lo largo del año, ni tampoco por países y segmentos de mercado. Si bien durante el primer trimestre ya se observó un menor dinamismo, fue durante el segundo y el tercer trimestre cuando la actividad emisora experimentó un mayor descenso, en un contexto de mayor aversión al riesgo, al que contribuyeron distintos factores. Así, en el segundo trimestre, la crisis política griega lastró en parte las emisiones del sector bancario, mientras que en el tercer trimestre fue la evolución de los mercados emergentes —en especial de China, en medio de un fuerte repunte de la volatilidad— el fenómeno que más afectó a las emisiones. Además, durante el año se ampliaron las divergencias en el tono de las políticas monetarias entre Estados Unidos y la zona del euro, lo que también incidió en los mercados de capitales y cambiarios, y condicionó la política de emisiones de las entidades. Por segmentos, el entorno de mayor volatilidad y aversión al riesgo afectó en especial a los de bonos de alto rendimiento y a las emisiones de mercados emergentes, que registraron las mayores caídas.

En este artículo se describen los principales rasgos de la actividad emisora en los mercados internacionales de las economías avanzadas y emergentes, en 2015, con especial atención a los instrumentos de renta fija y a la actividad desarrollada por las SNF y las entidades bancarias. También se analizan las emisiones en otros mercados, como la renta variable, los préstamos sindicados o los mercados financieros estructurados. El análisis se basa, principalmente, en datos de emisiones brutas obtenidos de Dealogic, que reporta emisiones a un plazo mayor o igual a un año y medio¹.

Principales características de las emisiones internacionales de deuda en 2015

En 2015 las emisiones de renta fija se redujeron considerablemente con respecto a 2014 (véanse cuadro 1 y gráfico 1), siendo la caída más pronunciada durante el segundo y el tercer trimestre. Cabe destacar que, pese al descenso experimentado por las emisiones del sector público, su peso sobre el total se mantiene en niveles muy elevados, siendo el principal componente de la financiación en mercados de capitales² (véase gráfico 2).

¹ 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.

² Este artículo no realiza un seguimiento detallado de las emisiones públicas.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MERCADOS DE DEUDA: VOLÚMENES DE EMISIÓN

CUADRO 1

mm de dólares

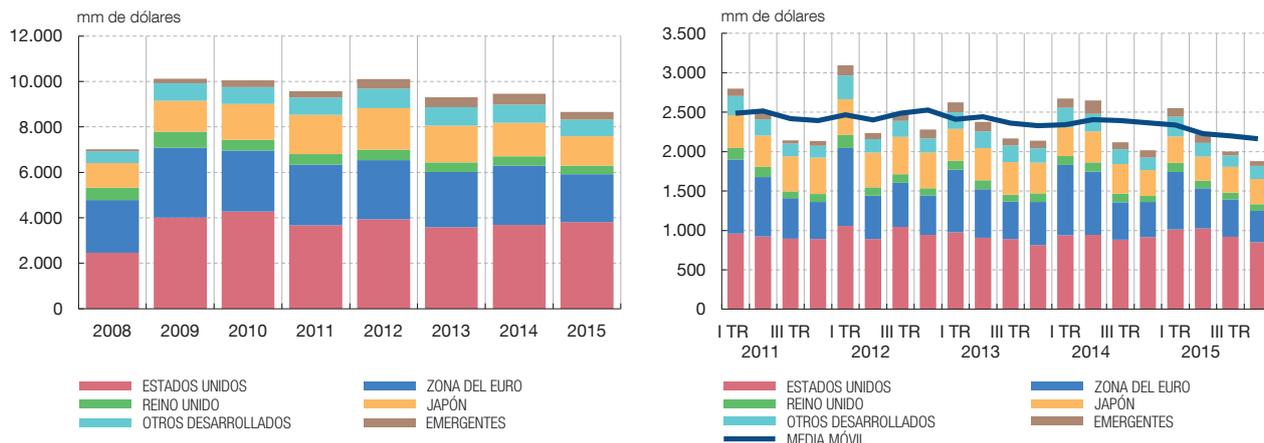
	2014	2015	Variac. anual 2015 (%)	2015			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
BONOS TOTALES (a)	9.452	8.640	-8,59	2.551	2.220	2.000	1.869
TOTAL BONOS DESARROLLADOS	8.980	8.308	-7,49	2.440	2.108	1.952	1.808
TOTAL BONOS DE ECONOMÍAS DE MERCADOS EMERGENTES	472	332	-29,69	111	112	47	61
BONOS TOTALES, POR PAÍS							
Desarrollados	8.980	8.308	-7,49	2.440	2.108	1.952	1.808
Estados Unidos	3.678	3.811	3,61	1.013	1.026	920	852
Zona del euro	2.615	2.095	-19,87	727	508	472	387
Reino Unido	420	382	-9,14	116	96	87	83
Japón	1.462	1.289	-11,85	333	306	327	323
Otros desarrollados	806	732	-9,19	251	171	146	164
Emergentes (b)	472	332	-29,69	111	112	47	61
BONOS TOTALES, POR SECTOR/INSTRUMENTO							
Sector público	6.194	5.581	-9,89	1.568	1.373	1.345	1.295
Desarrollados	6.069	5.478	-9,74	1.527	1.355	1.327	1.269
Estados Unidos	2.473	2.452	-0,85	622	622	613	594
Zona del euro	1.745	1.424	-18,38	485	340	329	269
Reino Unido	207	200	-3,37	50	50	49	52
Japón	1.331	1.171	-12,07	291	286	292	302
Otros desarrollados	313	231	-26,24	79	57	44	52
Emergentes	125	103	-17,15	41	19	19	25
Sociedades no financieras	1.590	1.543	-2,93	486	470	319	268
Desarrollados	1.348	1.387	2,91	437	408	298	244
Estados Unidos	697	856	22,81	246	269	195	144
Zona del euro	336	258	-23,36	83	81	48	45
Reino Unido	103	83	-19,74	34	19	15	15
Japón	74	68	-8,40	23	13	21	10
Otros desarrollados	138	123	-10,53	51	25	18	29
Emergentes	242	156	-35,44	48	62	21	24
Sector bancario	1.354	1.247	-7,89	421	303	292	231
Desarrollados	1.249	1.175	-5,92	399	272	285	219
Estados Unidos	354	332	-6,14	98	92	85	57
Zona del euro	459	390	-14,95	150	76	92	73
Reino Unido	88	79	-10,47	28	21	21	9
Japón	46	42	-8,74	16	6	12	7
Otros desarrollados	302	332	9,79	106	77	76	73
Emergentes (c)	105	72	-31,31	22	31	7	12
Otras instituciones financieras	314	268	-14,67	76	73	43	76
Estados Unidos	154	171	10,89	46	43	26	56
Zona del euro	75	23	-69,12	9	11	3	0
Reino Unido	21	19	-8,38	4	6	2	7
Japón	12	9	-21,21	2	1	2	4
Otros desarrollados	53	46	-13,35	15	12	8	10
PRO MEMORIA							
Bonos garantizados con colateral (d)	217	246	13,41	78	45	65	58
Zona del euro	118	130	10,23	39	22	37	32
Otros	99	116	17,19	39	23	28	26
Bonos de alto riesgo	498	376	-24,45	138	127	57	55
Desarrollados	430	345	-19,88	126	117	53	49
Estados Unidos	247	212	-14,29	68	78	33	33
Zona del euro	115	68	-41,07	26	24	8	10
Reino Unido	32	25	-22,56	11	7	4	2
Japón	0	6	1.410,15	2	0	4	0
Otros desarrollados	36	35	-3,95	19	8	4	4
Emergentes	68	32	-53,44	12	10	4	6
Préstamos sindicados	4.764	4.522	-5,08	991	1.234	1.129	1.169
Desarrollados	4.309	4.022	-6,66	879	1.097	995	1.052
Estados Unidos	1.529	1.457	-4,66	290	427	376	364
Zona del euro	993	949	-4,46	212	243	222	272
Reino Unido	517	429	-17,03	110	114	96	109
Japón	544	558	2,57	155	123	136	144
Otros desarrollados	727	629	-13,39	111	189	165	163
Emergentes	455	500	9,83	112	137	133	117

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.

EMISIÓN BRUTA DE BONOS POR PAÍSES O REGIONES EMISORES

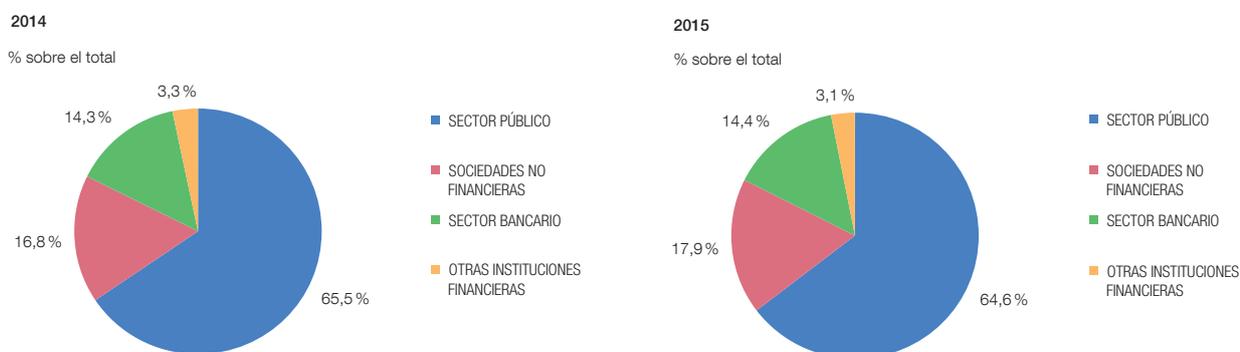
GRÁFICO 1



FUENTE: Dealogic.

EMISIÓN BRUTA DE BONOS POR SECTOR EMISOR

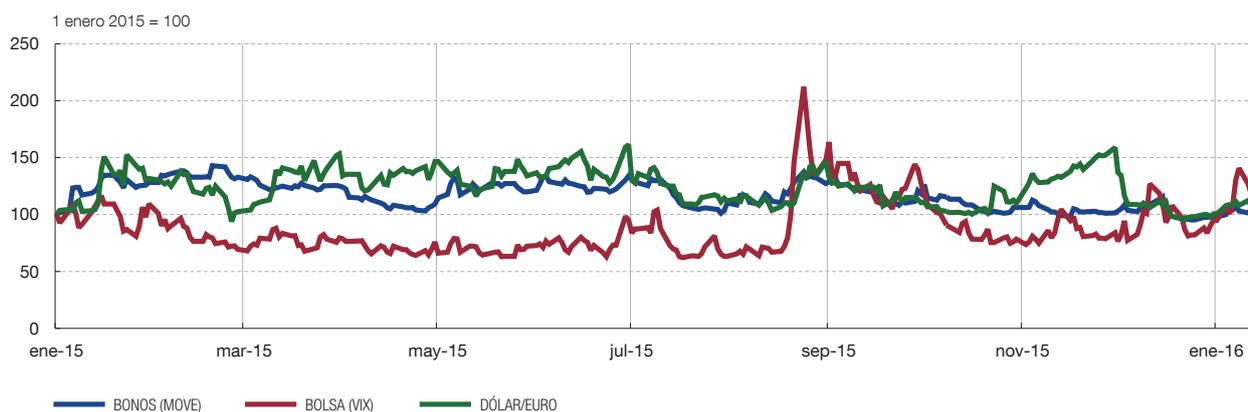
GRÁFICO 2



FUENTE: Dealogic.

En el primer trimestre del año, el volumen de emisiones continuó siendo elevado y se mantuvieron una baja volatilidad, el apetito por el riesgo y la búsqueda de rentabilidades. El contexto de baja inflación y caída acumulada del precio del petróleo, que estaba afectando particularmente a las economías de países exportadores, permitió a varios bancos centrales, tanto de economías emergentes como avanzadas, tomar medidas de política monetaria más expansivas. Así, el BCE puso en marcha en marzo la expansión de su programa de compras de deuda, que fue de mayor cuantía y duración de lo esperado. Estas decisiones de política monetaria generaron unas condiciones en los mercados de deuda aún más favorables a la emisión, con una parte significativa de la deuda soberana cotizando con rendimientos negativos, algo que incluso se trasladó a deuda corporativa de algunas compañías con elevada calidad crediticia³. Además, las emisiones de deuda de alto rendimiento en economías avanzadas continuaron registrando niveles récord, aunque se observaron síntomas de agotamiento en segmentos de riesgo como la deuda de alto rendimiento de emergentes, los préstamos apalancados y los productos estructurados, con retrocesos en términos de crecimiento interanual. Esta evolución pudo deberse en parte a las dudas sobre su sobrevaloración y a su posible falta de liquidez.

³ Véase, por ejemplo, «Nestlé Bond Yields Turn Negative», *Financial Times*, febrero de 2015; <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4b5c16a8-abcb-11e4-b05a-00144feab7de.html#axzz3xmVsMsuv>.



FUENTE: Datastream.

Este escenario positivo en los mercados financieros cambió a partir del segundo trimestre, con un incremento de la aversión por el riesgo y aumentos de la volatilidad, que inicialmente estuvieron condicionados por los bruscos repuntes de los tipos de interés a largo de la deuda soberana y, sobre todo, por el proceso político en Grecia y las negociaciones con sus acreedores. Estos desarrollos afectaron principalmente a la zona del euro, donde se registraron importantes caídas en las bolsas y un fuerte retroceso en las emisiones del sector bancario⁴. En el tercer trimestre el foco de inestabilidad se trasladó hacia los mercados emergentes, con dudas sobre la posición cíclica de algunas de estas economías (en especial América Latina) y, sobre todo, con el debilitamiento de la actividad y las fuertes correcciones bursátiles en China. En este escenario se produjeron importantes caídas de las bolsas y aumentos de la volatilidad tanto en los mercados emergentes como eventualmente en los desarrollados⁵ (véase gráfico 3). Además, la búsqueda de activos refugio provocó que los rendimientos de la deuda soberana en los principales países avanzados cayeran.

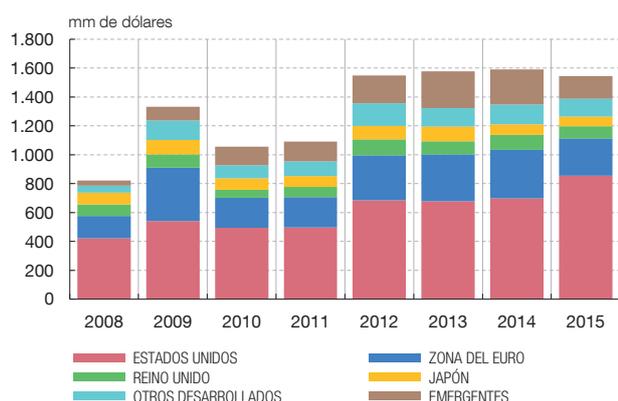
El contexto de mayor volatilidad y aversión al riesgo en los mercados también se vio favorecido por las expectativas de una mayor divergencia entre los ciclos monetarios de Estados Unidos y el Reino Unido, por un lado, y de la zona del euro y Japón, por otro, y por las dudas sobre el momento en el que se materializaría la esperada subida de tipos por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED), que finalmente se produjo en el mes de diciembre. Si bien la adopción de esta decisión tuvo poca repercusión en los mercados, ya que estaba completamente anticipada, el hecho de que a principios de ese mismo mes de diciembre el BCE solo anunciara nuevas medidas de estímulo —sin implementarlas, como se esperaba— tuvo un efecto negativo. Estos movimientos en los ciclos monetarios llevaron a un repunte de la volatilidad en los mercados cambiarios, que estuvieron dominados por la apreciación del dólar frente a las principales divisas.

No obstante, durante el cuarto trimestre mejoró la evolución de los mercados financieros, con caídas de la volatilidad (salvo en los mercados cambiarios) y avances en los índices bursátiles, que recuperaron el terreno perdido en agosto y septiembre. El único factor, al

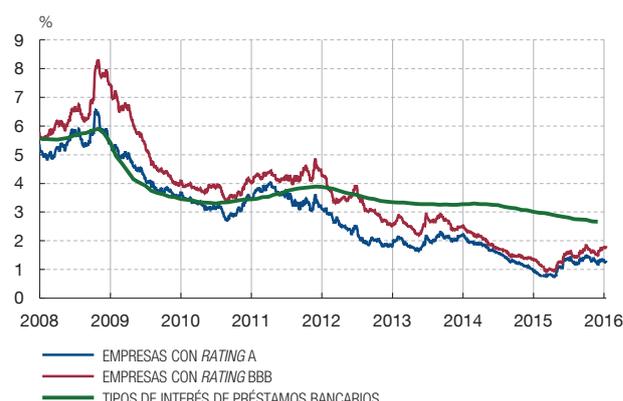
4 Esta mayor caída interanual en el segundo trimestre estuvo condicionada por las elevadas emisiones de bonos que tuvieron lugar durante el segundo trimestre de 2014 por parte de los bancos de la zona del euro, que aprovecharon para emitir antes de los resultados del ejercicio AQR/stress tests.

5 La fuerte caída de las bolsas chinas en agosto se trasladó a los mercados desarrollados, que también experimentaron retrocesos, a diferencia de lo sucedido en junio, cuando el desplome de las bolsas del país asiático no tuvo consecuencias en los mercados avanzados. El contagio de agosto se debió, en parte, a las dudas que había sobre la intensidad de la desaceleración en China.

1 EMISIÓN BRUTA DE BONOS CORPORATIVOS, POR PAÍS/REGIÓN



2 COSTES DE FINANCIACIÓN DE LAS SNF DE LA ZONA DEL EURO

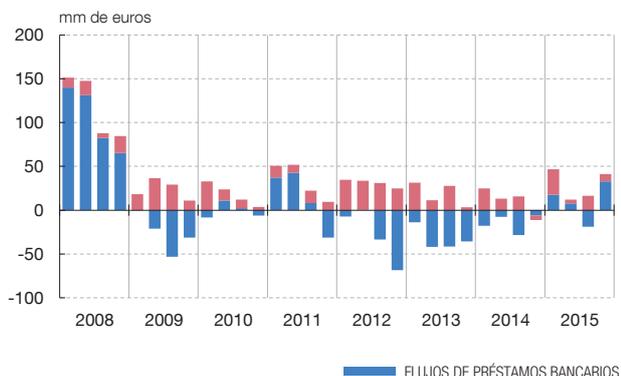


FUENTE: Dealogic.

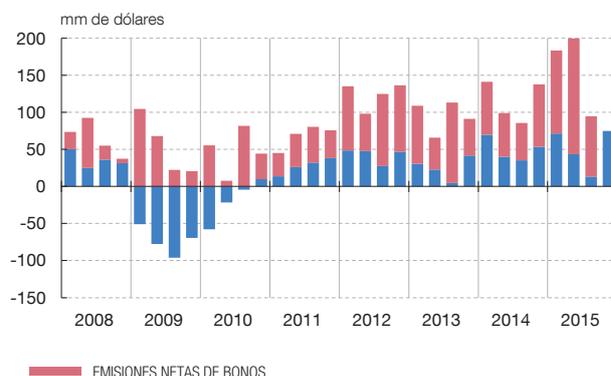
FLUJOS DE FINANCIACIÓN DE LAS SNF DE LA ZONA DEL EURO Y ESTADOS UNIDOS

GRÁFICO 5

1 ZONA DEL EURO



2 ESTADOS UNIDOS



FUENTES: Banco Central Europeo y Reserva Federal de Estados Unidos.

margen de la política monetaria, que generó alguna incertidumbre adicional a finales de año fue la evolución descendente del precio de las materias primas y, en especial, del petróleo. Este factor, junto con las dudas sobre la economía china, ha seguido condicionando de manera muy intensa el comportamiento de los mercados al comienzo de 2016.

MODERADO DINAMISMO DE LAS EMISIONES DE BONOS DE SNF

La actividad de las SNF en los mercados de capitales mantuvo los elevados volúmenes de años anteriores, en un entorno en el que el resto de los segmentos experimentaban fuertes retrocesos, si bien el volumen de emisiones brutas disminuyó por primera vez desde 2010. Se puso fin, así, a la tendencia de crecimiento continuado de los últimos años (véase gráfico 4). Esta evolución pudo estar condicionada, en parte, por el agotamiento del proceso de desintermediación financiera —especialmente en la zona del euro—, ya que la financiación bancaria empieza a dar señales de recuperación⁶ (véase gráfico 5). Además,

6 Los préstamos bancarios a SNF de la zona del euro tuvieron un saldo neto positivo por primera vez desde el año 2011. Aun así, las emisiones netas de bonos corporativos fueron superiores, ya que acumularon un volumen de 58 mm de euros hasta noviembre, en comparación con los 39 mm de euros en préstamos bancarios. En Estados Unidos, los saldos netos de préstamos bancarios a SNF son positivos desde 2011, aunque las emisiones netas de bonos son superiores. En los tres primeros trimestres de 2015, los flujos de préstamos bancarios fueron de 128 mm de dólares, mientras que las emisiones netas de bonos alcanzaron los 350 mm de dólares.



FUENTE: Dealogic.

el diferencial entre los costes de financiación bancaria y la obtención de fondos vía mercados de capitales se redujo en la zona del euro considerablemente a partir del segundo trimestre (véase gráfico 4). Por países, destaca la evolución positiva de las emisiones en Estados Unidos, única región donde aumentaron. Por otro lado, la zona del euro y los mercados emergentes sufrieron las mayores caídas, condicionadas por el contexto de aversión al riesgo que dominó la mayor parte del año y, en el caso de los emergentes, además, por las dudas sobre la evolución de la actividad.

Por trimestres, el comportamiento de los mercados primarios de renta fija corporativa estuvo muy condicionado por el clima de mayor volatilidad que se instaló a partir del segundo trimestre del año, de forma que, tras una evolución de las emisiones muy favorable en el primer trimestre, esta se deterioró en los siguientes trimestres. La incidencia de la aversión al riesgo también se observa de un modo muy claro en el diferente comportamiento de las emisiones de alto rendimiento con respecto a las de grado de inversión: mientras estas últimas crecieron un 10 %, alcanzando un valor récord de 1.295 mm de dólares, las de alto rendimiento se redujeron en un 20 %. Dada la complejidad de este segmento de alto rendimiento, su evolución se analiza con más detalle posteriormente.

Por otro lado, la divergencia de tono de política monetaria entre la zona del euro y Estados Unidos puede haber condicionado las características de las emisiones. Así, los bajos tipos de interés en la zona del euro fomentaron las emisiones en euros, siendo esta una opción muy atractiva para las empresas de otros países, como Estados Unidos, ante la expectativa de una subida de tipos de interés por la FED (véase recuadro). Esta expectativa (que finalmente se materializó en diciembre) pudo condicionar las decisiones de emisión de muchas empresas, que podrían haber aprovechado la ventana de oportunidad que existía antes de que se materializase la subida. Así, pese al buen comportamiento durante el conjunto del año, las emisiones de SNF de Estados Unidos cayeron fuertemente en el cuarto trimestre. Además, las empresas tendieron a emitir a plazos más largos (véase gráfico 6), para disfrutar durante un período más prolongado de las favorables condiciones de financiación existentes antes del comienzo de la fase de subidas de tipos de interés en Estados Unidos⁷. Por otro lado, el creciente protagonismo de inversores institucionales de largo plazo, como fondos de pensiones y aseguradoras,

⁷ Así, por ejemplo, la compañía Microsoft emitió a principios de año un bono con vencimiento a 40 años por primera vez. Véase «Microsoft sells \$2.25bn of 40-year bond», *Financial Times*, febrero de 2015; <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b9b4e4ce4-b06a-11e4-92b6-00144feab7de.html#axzz3xmVsMsv>.

en el mercado de bonos corporativos puede haber favorecido el incremento en el plazo de las emisiones (véase gráfico 10).

La fortaleza de las emisiones de SNF se produjo en un contexto de debilidad de la inversión empresarial a nivel agregado [véase FMI (2015a)]. De hecho, el uso que han hecho de estas emisiones las SNF es compatible con esa falta de inversión. En este sentido, un reciente artículo publicado por el Banco de Pagos Internacionales apunta a la relación entre emisiones de bonos y acumulación de saldos de caja por parte de las empresas [véase Bruno and Shin (2015)]. Además, con respecto a la finalidad de las emisiones de SNF en países desarrollados, cabe señalar que continúan ganando peso tanto aquellas destinadas a inversiones no productivas como las orientadas al mantenimiento del valor de la cotización bursátil y al crecimiento del apalancamiento mediante la recompra de acciones (*equity buy-backs*)⁸. Por otro lado, las operaciones globales de fusiones y adquisiciones (M&A), que suelen financiarse con deuda y persiguen un mayor valor empresarial en el medio plazo, aumentaron un 37 %, alcanzando un valor récord de 5.030 mm de dólares en 2015⁹.

Por último, en un contexto de fuerte caída del precio del petróleo [véase FMI (2016)], destaca la caída en la inversión productiva y la reducción de los planes de inversión de empresas vinculadas con la extracción y distribución de petróleo y gas. Estas empresas se han mostrado muy dinámicas en los mercados de capitales durante los últimos años, de forma que sus necesidades de refinanciación están siendo objeto de preocupación por parte de los analistas. No obstante, la mayor parte de estas emisiones tiene vencimientos largos, lo que contribuye a posponer posibles tensiones de refinanciación¹⁰.

Atonía en las emisiones bancarias

La emisión de títulos bancarios se resintió en 2015 en las principales regiones. Así, el volumen de deuda emitido se redujo en el ejercicio hasta los 1.247 mm de dólares, un 7,9 % menos que en 2014. Esta reducción alcanzó el 31,3 % en el caso de los emergentes y el 14,9 % en la zona del euro, las dos áreas en las que la colocación de deuda bancaria experimentó una corrección más abultada en términos relativos (véase gráfico 7). La atonía de las emisiones contrastó con la tendencia al alza del crédito bancario en regiones como la zona del euro, donde, además, no solo disminuyó la actividad registrada en el mercado primario, sino que también lo hizo el recurso de los bancos a las facilidades de liquidez del Eurosistema¹¹. Esta caída del peso de la financiación procedente del Eurosistema y de los mercados de renta fija la habría compensado el mayor protagonismo de los depósitos, el capital y las reservas en los pasivos bancarios.

Al igual que en 2014, la actividad emisora se vio condicionada por la evolución de las condiciones de financiación en los mercados de capitales. El volumen de colocaciones bancarias se redujo de forma significativa en la segunda mitad del año, coincidiendo con el deterioro de los indicadores financieros en emergentes. Además, los factores idiosincráticos tuvieron una incidencia elevada en los desarrollos de los mercados primarios de cada región. Así, en Estados Unidos algunos bancos regionales habrían experimentado un deterioro de su calidad crediticia y, por tanto, de su capacidad emisora como resultado de

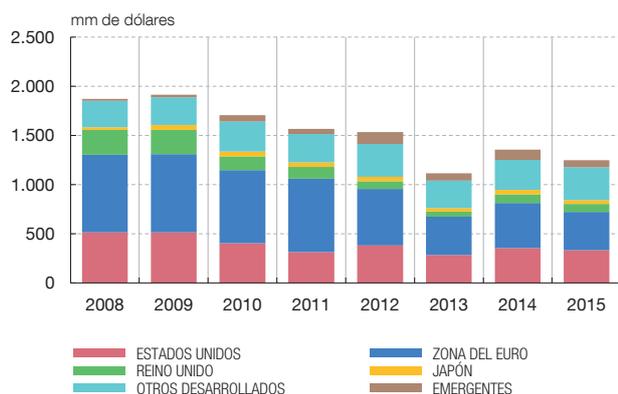
8 Dealogic no proporciona información detallada por finalidad de las emisiones de SNF, pero da el detalle de la destinada a fusiones y adquisiciones, entre otras.

9 Cabe destacar que la mitad de este volumen se corresponde con fusiones y adquisiciones en Estados Unidos.

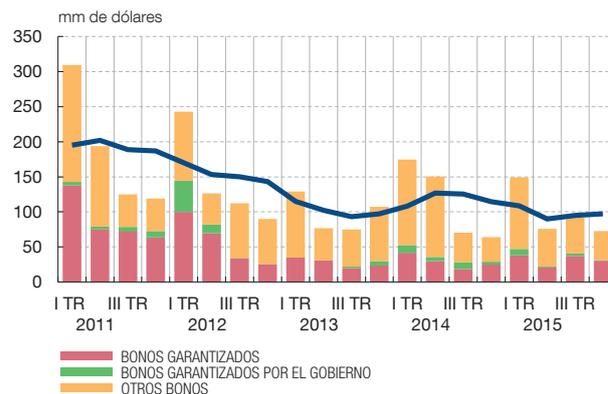
10 Del volumen total de bonos corporativos emitidos por una muestra de grandes empresas petroleras, el 37 % vence en los tres próximos años, mientras que el 41 % tiene vencimientos que superan el año 2020.

11 Aunque la liquidez captada por las entidades en las operaciones de financiación a largo plazo, como las TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations*), aumentó a lo largo del año, no llegó a compensar la caída de la apelación a las operaciones principales de financiación (MRO, *main refinancing operations*).

1 POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



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



FUENTE: Dealogic.

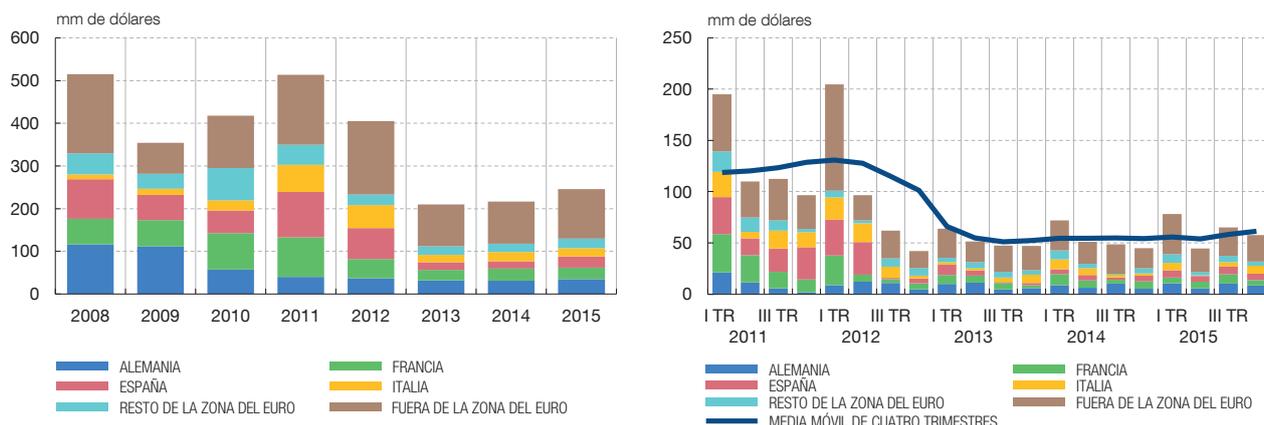
la caída del precio del petróleo y la exposición de sus balances a las empresas del sector energético [OFR (2015)]. En la zona del euro, por su parte, la exposición de sistemas bancarios específicos a los emergentes pudo afectar al ritmo de las emisiones. La incertidumbre sobre el proceso político de Grecia y otras economías periféricas habría sido otro elemento de influencia. En los bancos de los países emergentes, por último, el menor crecimiento, el retroceso del precio de las materias primas y la depreciación de las monedas elevaron las primas de riesgo de los valores de renta fija bancarios y entorpecieron la emisión de nuevos instrumentos.

La composición de las colocaciones de deuda se vio afectada por el marco regulatorio, especialmente en la zona del euro, donde las dudas sobre la inclusión de la deuda sénior entre los instrumentos elegibles para cumplir con el TLAC de los G-SIB (*global systemically important banks*)¹² no se resolvieron. Esta incertidumbre regulatoria redujo tanto el interés de los colocadores como el apetito inversor por estos instrumentos, que registraron el menor volumen de emisión en esta región desde 2002. En Estados Unidos, por el contrario, la colocación de deuda sénior fue significativa, aunque no alcanzó el nivel de emisión de 2014. Los G-SIB de este mercado aprovecharon su estructura de *holding* para emitir deuda sénior desde este, computable para el requisito del TLAC.

La colocación del resto de los títulos de deuda sin colateral, deuda subordinada y bonos convertibles contingentes (*contingent convertible capital* —CoCos—), se comportó mejor que la de los títulos de categoría sénior, lo que se podría explicar por la menor incertidumbre regulatoria en torno a estos instrumentos y la necesidad de las entidades de continuar reforzando sus niveles de solvencia. Así, la colocación agregada de deuda subordinada se situó por encima de la media de los últimos ejercicios, aunque no llegó a la cota de 2014. En cuanto a los CoCos, se observó una menor actividad emisora. El peso de los bancos de China en la emisión de estos instrumentos (más de la cuarta parte del total en 2015), unido a la inestabilidad de sus mercados de capitales, habría condicionado el ritmo de emisión¹³.

12 El proceso de transposición de la BRRD (*Bank Recovery and Resolution Directive*) a los ordenamientos jurídicos nacionales está siendo heterogéneo en varios ámbitos, entre ellos, en el relativo al papel de la deuda sénior en los esquemas de asunción de pérdidas. Alemania, por ejemplo, subordinó la deuda sénior al resto de la deuda sin garantías y lo hizo de forma retroactiva. En otros países se estableció un tratamiento más favorable para este tipo de deuda.

13 *Moody's Quarterly CoCo Monitor*, septiembre de 2015.

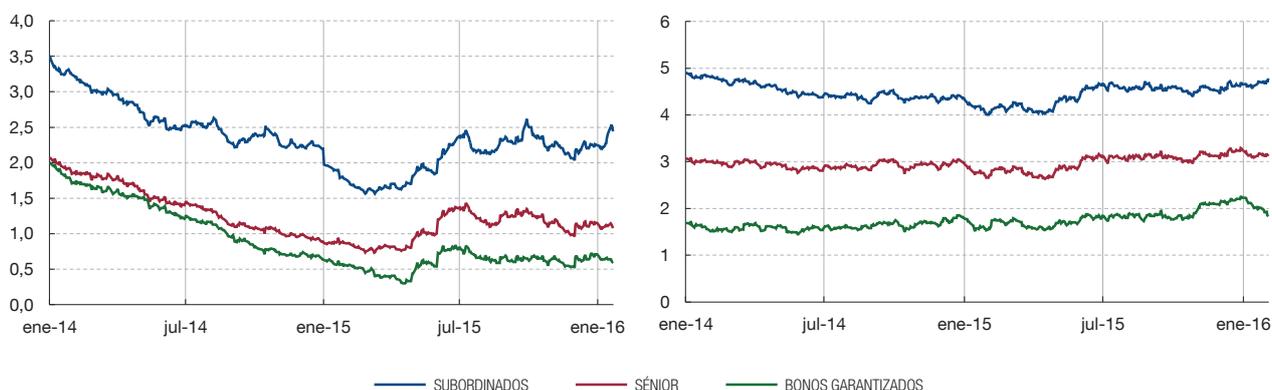


FUENTE: Dealogic.

RENTABILIDADES DE LOS ÍNDICES IBOXX BANCARIOS EN EUROS Y EN DÓLARES

1 RENTABILIDADES DE LOS ÍNDICES IBOXX BANCARIOS EN EUROS

2 RENTABILIDADES DE LOS ÍNDICES IBOXX BANCARIOS EN DÓLARES



FUENTE: Markit.

Finalmente, la emisión de deuda con colateral (*covered bonds*, en su denominación en inglés), que volvió a estar dominada por las entidades de la zona del euro, se incrementó de forma significativa (véase gráfico 8). A pesar del mayor apetito por los *covered bonds*, instrumento que, por sus características, suele comportarse mejor que otros durante episodios de tensiones financieras, las condiciones de demanda en este mercado también se resintieron, sobre todo a partir del verano¹⁴. La compra de estos bonos por parte del BCE¹⁵ evitó un aumento de los diferenciales en estos títulos y permitió que el ritmo de emisiones se mantuviera en niveles elevados en los meses finales del año (véase gráfico 9).

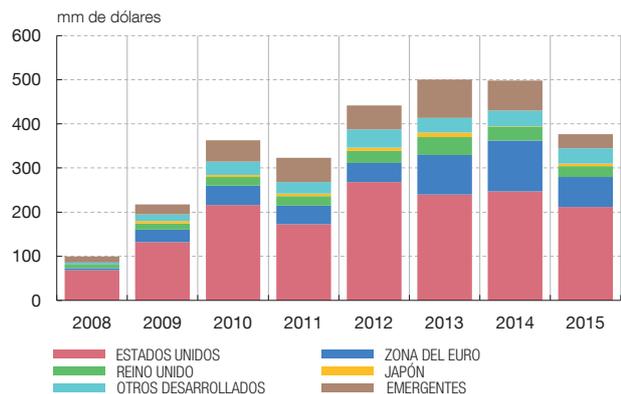
FUERTE RETROCESO DE LAS EMISIONES DE DEUDA DE ALTO RENDIMIENTO

El análisis de las emisiones de deuda de menor calidad crediticia reflejó de manera muy clara el comportamiento de los mercados financieros a lo largo de 2015. Este segmento fue una fuente de preocupación creciente en años anteriores, cuando el contexto de elevado apetito por el riesgo y políticas monetarias acomodaticias hizo que el volumen de emisiones registrase niveles récord año tras año desde 2012, a unos precios no ajustados a su riesgo (véanse gráficos 10 y 11).

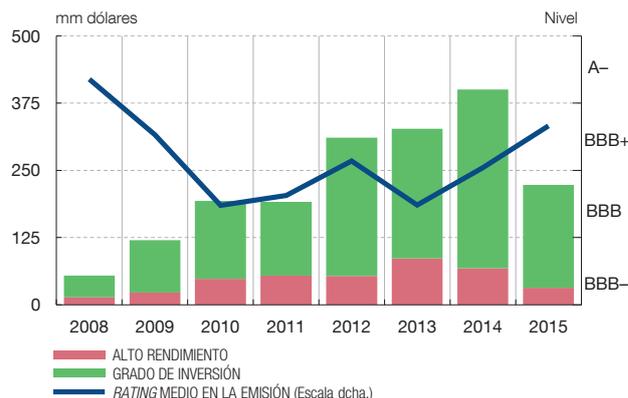
14 Caída de los ratios *bid-to-cover* (ratio entre demanda recibida en las subastas de estos instrumentos y la adjudicación) en las nuevas colocaciones de este tipo de deuda.

15 Estas compras se efectuaron bajo la tercera versión del *Covered Bond Purchase Programme (CBPP3)*.

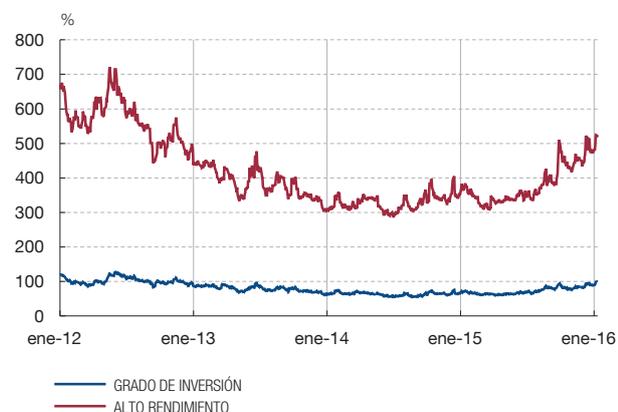
1 EMISIONES GLOBALES



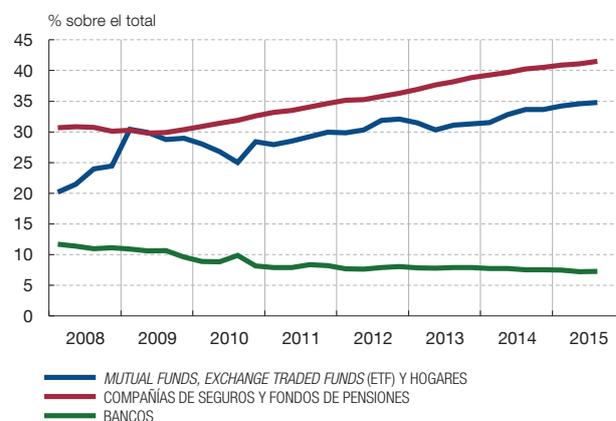
2 DETALLE DE ECONOMÍAS EMERGENTES



3 ESTADOS UNIDOS: ÍNDICES DE RIESGO DE CRÉDITO



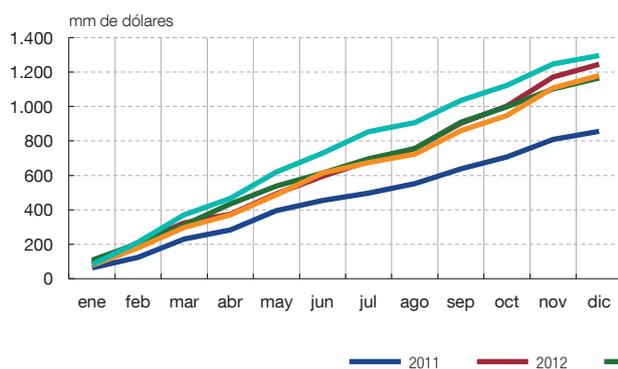
4 ESTADOS UNIDOS: TENENCIA DE BONOS CORPORATIVOS Y EXTRANJEROS POR SECTORES



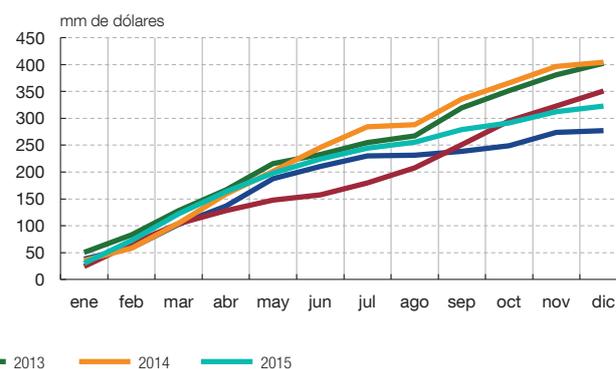
FUENTES: Dealogic, JP Morgan y Federal Reserve.

EMISIÓN BRUTA MENSUAL DE BONOS CORPORATIVOS: TOTAL MUNDIAL

1 BONOS DE GRADO DE INVERSIÓN



2 BONOS DE ALTO RENDIMIENTO



FUENTE: Dealogic.

Durante el año 2015 se produjo un fuerte retroceso en las emisiones de alto rendimiento, que alcanzaron los 376 mm de dólares, un 24 % menos que el año anterior, siendo uno de los segmentos del mercado en los que más incidió el entorno de mayor volatilidad. El índice de riesgo de crédito para este tipo de deuda en Estados Unidos se incrementó sensiblemente

(véase gráfico 10). Por trimestres, la evolución de las emisiones fue negativa a lo largo del año salvo en el primer trimestre, en el que se registraron incrementos interanuales.

Por otro lado, un factor adicional que puede haber condicionado la evolución de estas emisiones es la liquidez de los mercados secundarios de este tipo de deuda. En un reciente informe del FMI se apunta a que las condiciones de liquidez del mercado de deuda de alto rendimiento pueden estar empeorando [véase FMI (2015b)], lo que podría provocar movimientos más acusados en su precio ante noticias adversas y efectos negativos en el mercado primario. El mismo informe se apunta a una mejora de la liquidez en el mercado de deuda de grado de inversión, un segmento que alcanzó un volumen de emisiones récord en 2015.

Por regiones, destaca la evolución más negativa tanto en los mercados emergentes, que fue el área donde más cayeron estas emisiones, con un retroceso del 53 %, como en la zona del euro (caída del 41 %). En los mercados emergentes también se observa una evolución desigual entre las emisiones de grado de inversión y las de alto rendimiento, con un incremento en el *rating* medio de las emisiones (véase gráfico 6).

Actividad en otros mercados

LA INESTABILIDAD DE LOS MERCADOS FINANCIEROS CONDICIONÓ LA EMISIÓN DE RENTA VARIABLE

Las emisiones de renta variable siguieron un patrón irregular en 2015. Así, la colocación de acciones, que avanzó a buen ritmo durante la primera mitad del año, se resintió de forma marcada en el tercer trimestre a raíz de la caída experimentada por los principales índices bursátiles. En el cuarto trimestre, la estabilización de los mercados financieros permitió una recuperación de la actividad en el mercado primario. En el conjunto del ejercicio, el nivel de emisiones fue similar al de 2014 (véase gráfico 12).

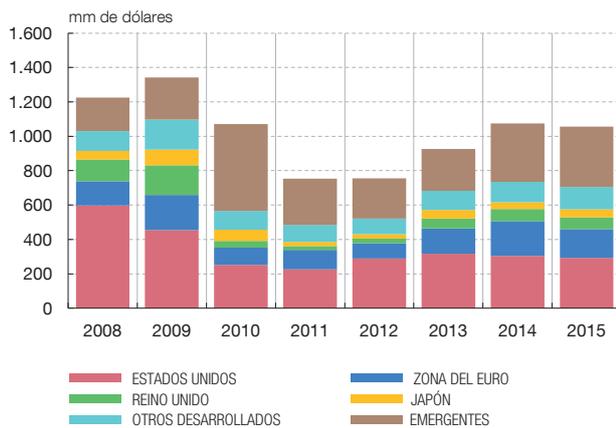
Los acontecimientos en los mercados emergentes marcaron la evolución de las colocaciones de títulos de renta variable. De hecho, fueron estos mercados los que en la parte central del año protagonizaron la atonía de las emisiones, en buena parte por la caída de la actividad emisora en China. En este país, las autoridades llegaron a suspender la actividad interna de salidas a bolsa (IPO) en agosto por las turbulencias en sus mercados financieros. A pesar de ello, las preparaciones de IPO (paso anterior a la emisión de títulos en el mercado organizado) siguieron creciendo y permitieron una recuperación considerable de las emisiones una vez que en noviembre se levantó esta suspensión.

En las regiones desarrolladas, las emisiones crecieron de forma significativa en Japón, cedieron ligeramente en Estados Unidos y Reino Unido y cayeron con intensidad en la zona del euro. La evolución de las colocaciones en el mercado japonés respondería a la fuerte revalorización de sus índices bursátiles a lo largo del año. La incertidumbre generada por el curso de la política monetaria en Estados Unidos y, en menor medida, Reino Unido habría condicionado la emisión de títulos en estos países¹⁶. Por último, el peor comportamiento relativo de los mercados del euro se debería, entre otros aspectos, a la atonía de las emisiones durante el segundo trimestre, presente también en otros mercados de la región, y que se produjo de forma paralela al deterioro de la situación en Grecia.

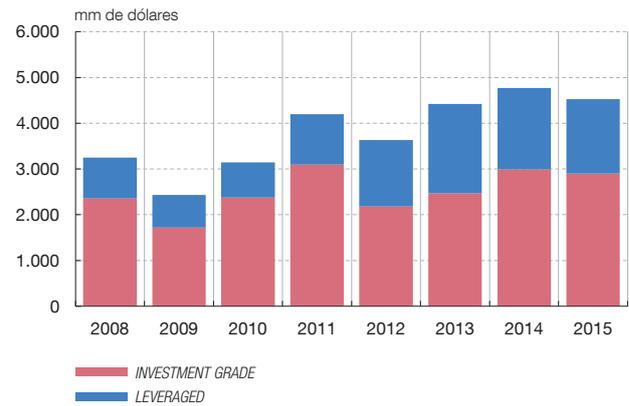
Por tipo de instrumento, las IPO se comportaron sustancialmente peor que las *follow-on*, esto es, la emisión de nuevas acciones de empresas que ya cotizan en bolsa. Estas últimas, de hecho, se incrementaron en el período, lo que apuntaría a que las compañías

¹⁶ En Estados Unidos, la menor emisión bruta de acciones contrastó con el volumen de *buybacks* (recompra de acciones por parte de las compañías), el cual se mantuvo en niveles elevados durante todo 2015.

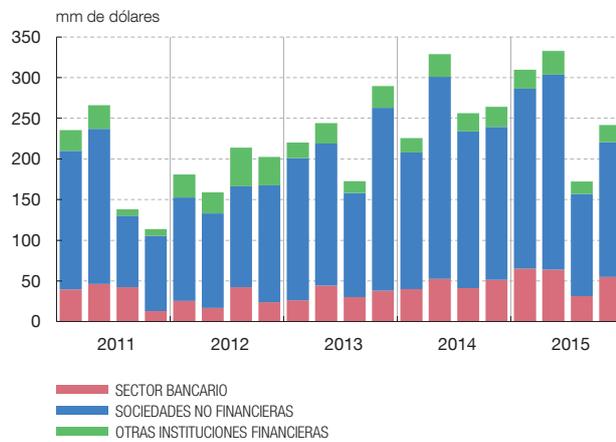
1 EMISIÓN INTERNACIONAL DE ACCIONES POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



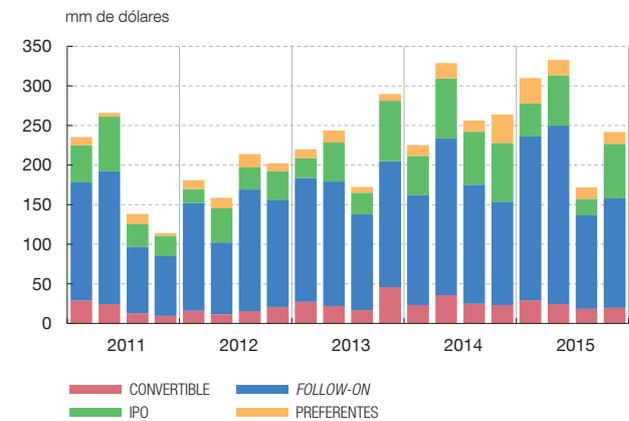
2 EMISIÓN INTERNACIONAL DE PRÉSTAMOS SINDICADOS POR CALIDAD CREDITICIA DEL PRESTATARIO



3 EMISIÓN INTERNACIONAL DE ACCIONES POR SECTOR EMISOR (a)



4 EMISIÓN INTERNACIONAL DE ACCIONES POR CLASE DE INSTRUMENTO (b)



FUENTE: Dealogic.

a Datos incluidas las preferentes y excluidos los *close end funds*.
 b Datos excluidos los *close end funds*.

cotizadas soportaron mejor el deterioro del sentimiento inversor que se produjo en momentos puntuales del ejercicio. Por sectores, la emisión consiguió crecer en los bancos y se resintió en las empresas no financieras, que representan el grueso de la actividad emisora de este mercado.

Un desarrollo destacable de 2015 fue el aumento de las operaciones de M&A (*mergers and acquisitions*), que pudo responder en parte a las turbulencias registradas en los mercados de acciones en distintas fases del ejercicio, y que habría llevado a algunas empresas a buscar financiación por vías distintas a la salida a bolsa. El recurso a la financiación procedente de vehículos como los *private equity* y *venture capital* también respondería a la misma lógica¹⁷. Otra tendencia de interés en estos mercados es el protagonismo de empresas maduras en las nuevas IPO, lo que sustentaría la hipótesis de que las fuentes de financiación alternativas ganan protagonismo en las fases iniciales de captación de capital de las empresas¹⁸.

17 EY Global IPO Trends, tercer trimestre de 2015.

18 El aumento del tamaño medio de las emisiones de IPO durante los últimos años así lo avalaría.

La emisión de préstamos sindicados¹⁹ se redujo en 2015 hasta los 4.522 mm de dólares, un 5,1 % menos que en 2014. El volumen de operaciones cayó en las principales regiones desarrolladas, lo cual contrasta tanto con el fuerte crecimiento de la actividad sindicada de este bloque en 2014 como con la progresiva mejora del acceso de las empresas a la financiación bancaria en áreas como la zona del euro²⁰. En los EME, y a diferencia de la dinámica más negativa del resto de los instrumentos (caída de la emisión de títulos de deuda y acciones), los préstamos sindicados experimentaron un incremento significativo, hasta el punto de que se alcanzó el mayor volumen de emisión de la serie histórica.

La caída de la actividad sindicada fue más acusada en el caso de los préstamos apalancados (-9,1 %), esto es, los de mayor riesgo y alta rentabilidad (véase gráfico 12). La posibilidad de que se haya producido un deterioro en la calidad crediticia de algunos prestatarios a nivel global habría condicionado la evolución de este tipo de financiación. En las regiones desarrolladas, la adaptación de los bancos a la actualización del *guidance*²¹ que emitió la FED y la OCC (*Office of the Comptroller of the Currency*) en 2013 sobre préstamos apalancados también habría erosionado la emisión de estos instrumentos. Esto último habría afectado tanto a las operaciones realizadas en Estados Unidos como a las ejecutadas en la zona del euro, ya sea por la presencia de bancos del primer país en las sindicaciones europeas o por la actividad de entidades europeas que operan a nivel global y deben ajustarse a él.

Por último, el grueso de la emisión de préstamos sindicados volvió a dirigirse a las actividades de refinanciación. Casi la mitad de la financiación captada se dirigió a este fin, la proporción más elevada de toda la crisis. El incremento de peso en estas categorías se produciría en detrimento de otras finalidades, particularmente la inversión productiva.

La emisión de titulizaciones se elevó modestamente en 2015 (4,5 %), aunque el volumen de colocaciones se encuentra todavía lejos del nivel previo a la crisis. Por regiones, el dinamismo de las emisiones de la zona del euro (27,3 %) y Reino Unido (24,8 %) contrastó con la corrección de estas en Estados Unidos (-5,4 %), el único mercado desarrollado en el que la actividad emisora se resintió (véase gráfico 12).

En la zona del euro, el programa de compra de Asset-Backed Securities (ABS) del BCE, así como la mayor definición en torno a los instrumentos elegibles para él²², habría contribuido a relanzar la emisión de este tipo de productos. De forma paralela, el aumento de la actividad crediticia y la recuperación económica de la región también habrían ayudado, tanto por la posibilidad de generar titulizaciones a partir del flujo nuevo de crédito (máxime si estas se adaptan a los requisitos de elegibilidad del BCE) como por la mejora en la calidad crediticia de los préstamos subyacentes en estos instrumentos. A pesar de lo anterior, persistieron algunos obstáculos que impidieron que la colocación de titulizaciones ganase más intensidad. El más importante se refiere al coste en términos de capital que consumen estos instrumentos, que en algunos casos sigue siendo superior al equivalente a mantener los préstamos sin titular en el balance de las entidades [Aiyar *et al.* (2015)].

Por tipo de colateral, los activos con colateral hipotecario crecieron de forma significativa para el segmento residencial (RMBS), lo cual supone un punto de inflexión con respecto a

19 Los préstamos sindicados son principalmente aquellos concedidos por un grupo de bancos a un único prestatario, que habitualmente es una empresa grande, 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.

20 https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/blssurvey_201601.pdf?4bd32f9c94e348f242a3d86d5dbd029a.

21 <https://www.fdic.gov/news/news/press/2013/FR-LL-Preamble-and-Guidance.pdf>.

22 https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/abs_guiding_principles.en.html.

la dinámica de años previos. Las titulaciones con garantías comerciales, sin embargo, se resintieron. En los ABS y en instrumentos con mayor nivel de riesgo (CDO —*collateralized debt obligation*— y CLO —*collateralized loan obligations*—), las emisiones también aumentaron a pesar de la penalización experimentada por los segmentos de renta fija de peor calidad durante la segunda mitad de 2015.

Conclusiones

El 2015 ha marcado un cambio de tendencia en la actividad emisora del sector privado, produciéndose una importante caída con respecto al año anterior, al tiempo que se ha mantenido la evolución negativa de las emisiones de bonos públicos, en un contexto de consolidación fiscal de las principales economías desarrolladas. Este retroceso en las emisiones se enmarca en un entorno de mayor aversión al riesgo y aumento de la volatilidad, que cierra el período de amplia liquidez y búsqueda de rentabilidades por parte de los inversores vigente desde 2012. Este nuevo período de mayor volatilidad ha estado condicionado por: 1) la incertidumbre sobre el vigor de la actividad en algunos mercados emergentes, con China a la cabeza; 2) la evolución del precio de las materias primas y sobre todo del petróleo, y 3) las divergencias de política monetaria.

El retroceso en las emisiones ha sido especialmente pronunciado en segmentos de mayor riesgo como la deuda de alto rendimiento y la emitida en mercados emergentes. De hecho, destaca que el sector de bonos corporativos de grado de inversión haya tenido un comportamiento muy positivo, alcanzando volúmenes de emisión récord. Posiblemente, las expectativas de subida de tipos de interés por parte de la FED, que finalmente se materializaron en diciembre, contribuyeron al aumento de estas emisiones, al aprovechar las empresas las mejores condiciones de financiación previas a la subida. Por su parte, el sector bancario mostró debilidad, condicionado, además de por el contexto general, por la incertidumbre sobre los nuevos requisitos de capital regulatorio para los bancos de riesgo sistémico, el TLAC, que se aprobó a finales del año.

En relación con las perspectivas para 2016, el entorno se mantiene complejo, ya que continúan la volatilidad y los diferentes frentes de incertidumbre identificados el año pasado. De hecho, la evolución de los mercados bursátiles en el comienzo de 2016 está siendo una de las más negativas de la historia. Las peores condiciones de financiación para las empresas y el incremento de su riesgo de crédito pueden generar mayores tasas de impagos o dificultades de refinanciación. Además, un empeoramiento de las condiciones financieras de aquellas empresas con mayor riesgo podría propiciar la venta de su deuda por parte de los inversores, que, en un contexto de baja liquidez, podría provocar descensos bruscos en sus precios y tener repercusiones negativas para los mercados primarios. Por último, un escenario en el que se mantuviese por un tiempo prolongado el precio del petróleo en niveles bajos añadiría mayores presiones a la financiación para las empresas del sector energético, lo que, además, podría tener repercusiones en otros segmentos como el bancario.

27.1.2016.

BIBLIOGRAFÍA

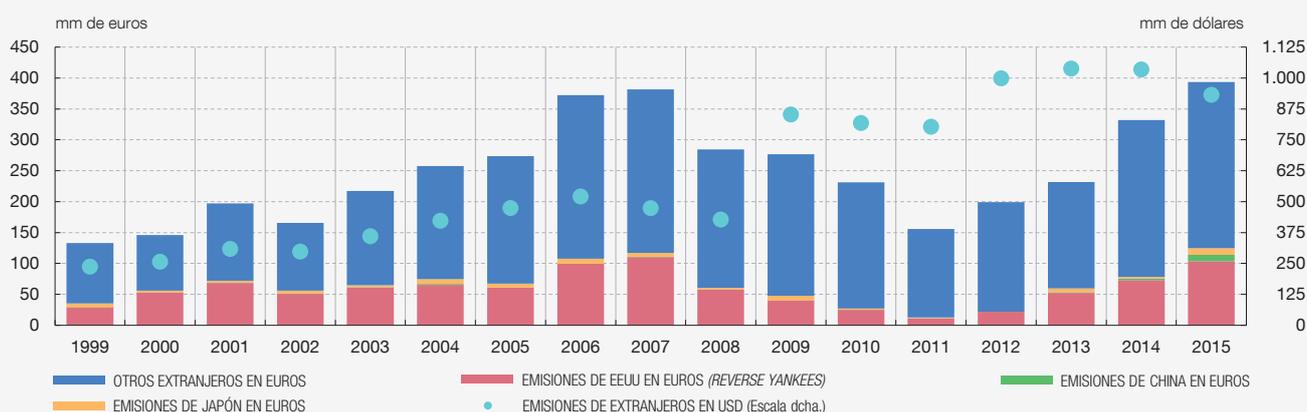
- AIYAR, S., A. AL-EYD, B. BARKBU y A. JOBST (2015). *Revitalizing Securitization for Small and Medium-Sized Enterprises in Europe*, IMF Staff Discussion Note 15/07.
- BRUNO, V., y H. S. SHIN (2015). *Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis*, BIS Working Paper, n.º 510, agosto.
- FMI (2015a). «Recent developments and prospects», *World Economic Outlook*, octubre, cap. 1, pp. 1-24.
- (2015b). «Market Liquidity—Resilient or Fleeting?», *FMI-Global Financial Stability Report*, octubre, cap. 2, pp. 49-81.
- (2016). *World Economic Outlook Update*, enero.
- McBRADY, M. R., y M. J. SCHILL (2007). «Foreign currency-denominated borrowing in the absence of operating incentives», *Journal of Financial Economics*, 86, pp. 145-177.
- OFR (OFFICE OF FINANCIAL RESEARCH) (2015). *Financial Stability Report*, diciembre.

En el año 2015 las emisiones en euros realizadas por entidades situadas fuera de la zona del euro alcanzaron máximos históricos (354 mm de euros) (véase gráfico 1). Por países, el principal emisor extranjero en euros fue Estados Unidos (103,4 mm de euros), y destacan también las altas emisiones de China (10,5 mm de euros) y de Japón (11 mm de euros), que batieron récords históricos. Por sectores, los emisores más importantes fueron las empresas del sector no financiero (en particular, el estadounidense) y el sector público. Las altas emisiones en euros contrastan con la reducción, en 2015, de las emisiones no estadounidenses en dólares, que alcanzaron su menor nivel desde 2011 (931,4 mm de dólares) (véase gráfico 1). Sin embargo, el dólar siguió siendo la moneda extranjera con mayor peso entre las emisiones a largo plazo de las empresas no estadounidenses. En concreto, las emisiones de empresas chinas en dólares fueron las segundas

más altas de la historia (89,6 mm de dólares), y las japonesas siguieron siendo altas en términos históricos, si bien se mantuvieron en 2015 por debajo del nivel de los últimos tres años (54,9 mm de dólares).

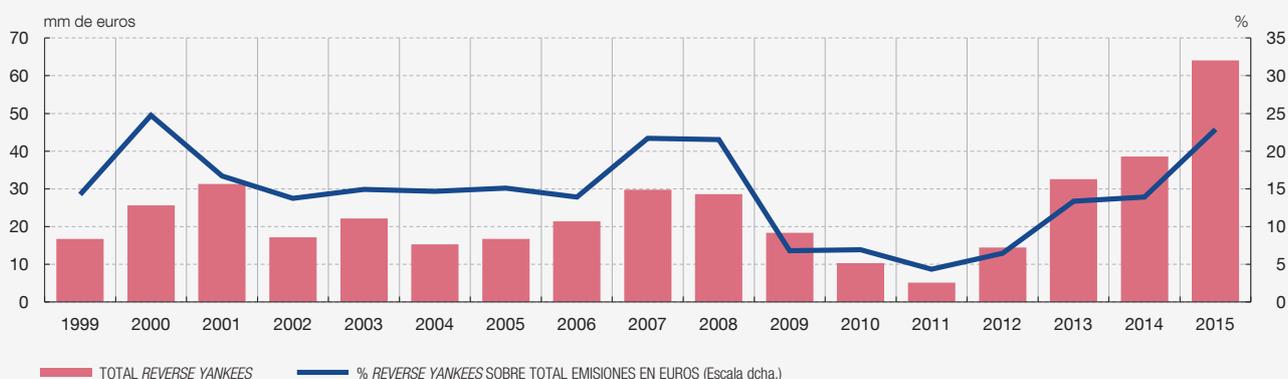
Existen diversos motivos que pueden llevar a una empresa a emitir en una moneda extranjera. Estos se pueden agrupar, *grosso modo*, en tres. Por un lado, una compañía con activos denominados en moneda extranjera puede emitir deuda en dicha moneda con el objetivo de lograr una cobertura *natural* en su balance y evitar riesgos de tipo de cambio. En segundo lugar, las compañías pueden emitir en moneda extranjera por motivos oportunistas, es decir, para aprovechar una desviación en la paridad cubierta y en la paridad no cubierta de tipos de interés (PCI y PNCI, respectivamente) en el mercado. En este último caso, la compañía

Gráfico 1
EMISIONES EN EUROS POR ENTIDADES DE FUERA DE LA ZONA DEL EURO



FUENTE: Dealogic.

Gráfico 2
EMISIONES DE SNF DE ESTADOS UNIDOS EN EUROS



FUENTE: Dealogic.

emisora emitiría en una moneda extranjera incluso aunque no tenga ningún activo denominado en esta, ya que la emisión tiene por objetivo reducir los costes de financiación¹. Finalmente, las compañías pueden emitir en moneda extranjera por motivos estratégicos, es decir, con el objetivo de acceder a mercados más líquidos y a una base inversora más diversificada y/o sofisticada. Adicionalmente, las condiciones de mercado, así como las características individuales de cada empresa, tienen una influencia clave en las cantidades emitidas en moneda extranjera.

Tal y como ya hemos señalado, uno de los principales emisores en euros este año han sido las empresas no financieras estadounidenses. Esta clase de bonos han sido bautizados con el nombre de *reverse yankees* y han batido en 2015 récords históricos (véase gráfico 2). Particularmente relevantes fueron las emisiones durante el primer semestre del año, desacelerándose después por una cierta saturación del mercado, al tiempo que arreciaban las volatilidades a nivel mundial. Los motivos que se encuentran detrás de este incremento de *reverse yankees* son los siguientes. En primer lugar, la divergencia en las políticas monetarias de la Reserva Federal y del BCE ha ampliado notablemente los diferenciales en los costes de emisión en euros y en dólares. En la actualidad, el diferencial de la rentabilidad de los bonos del Tesoro a diez años entre Estados Unidos y Alemania y de los bonos emitidos por sociedades no financieras está en máximos (véase gráfico 3). Por tanto, el mayor coste de emisión

en dólares frente al euro provocó que numerosas empresas estadounidenses acudiesen al mercado europeo, en muchos casos, por primera vez (p. e., Kinder Morgan o Berkshire Hathaway) o con formatos *jumbo*² (p. e., Coca-Cola).

Nótese que este diferencial de costes supone una desviación en la PNCI y en la PCI que predice que las desviaciones entre los tipos de interés se deberían compensar por las expectativas de apreciación o depreciación en el tipo de cambio o por el coste de los *swaps* entre las diferentes monedas. En este sentido, tal y como ilustra el gráfico 3, las emisiones de *reverse yankees* habrían evolucionado en paralelo a las desviaciones en los mercados de cobertura de divisas a través de *cross currency basis swaps*³.

Además, existen indicios de que las empresas estadounidenses con activos en euros (y, por tanto, más afectados por la debilidad en esta moneda) han sido las más activas en el mercado de los *reverse yankee* (p. e., altas emisiones de Apple y McDonalds). Por otro lado, las emisiones en euros han sido empleadas en algunos casos para la financiación de adquisiciones y fusiones y para la recompra de acciones. Finalmente, aunque el mercado estadounidense sigue siendo uno de los más profundos y sofisticados a nivel mundial, los inversores europeos respondieron positivamente a la oferta de los *reverse yankees*, debido a la escasez de activos de alta calidad

1 Frecuentemente, las compañías realizan coberturas fuera de balance por medio de diversos derivados, como los *FX forwards* o los *swaps*. En el caso de desviaciones en la PCI, los derivados se emplean de manera contraria a cuando se utiliza un derivado por motivos de cobertura del activo, ya que la financiación se recibe, en última instancia, en la moneda doméstica del emisor.

2 Las emisiones *jumbo* son aquellas de un nominal elevado en las que, además, las participaciones suelen ser de elevado tamaño.

3 Un *cross-currency basis swap* dólar/euro es un contrato por el que una parte «A» pide prestada cierta cantidad en dólares a una contraparte «B», prestando al mismo tiempo la parte «A» esa cantidad en euros a la parte «B», al tipo de cambio *spot*. Durante la duración del contrato la parte «A» recibe EUR 3M *libor* + α y paga USD 3M *libor* a «B», siendo α el precio del *basis swap* acordado al comienzo del contrato.

Gráfico 3
EMISIONES DE REVERSE YANKEES Y AHORRO EN COBERTURA (a)



FUENTES: Dealogic, Bloomberg, Bank of America-Merrill Lynch y Banco de España.

a El ahorro en cobertura se calcula con la siguiente fórmula [McBrady y Schill (2007)]: $\epsilon^c = (i - c) - (i_e - c_e)$, siendo i el rendimiento de emisiones de empresas no financieras en dólares (a cinco-siete años), i_e el rendimiento de las emisiones de empresas no financieras en euros (a cinco-siete años), y c y c_e los tipos de los *swap* de divisas a cinco años del dólar y del euro, respectivamente. En caso de que se cumpla la PCI, el ahorro en cobertura debería ser próximo a cero.

Europeos tras el comienzo del programa de expansión cuantitativa del BCE en 2015 y a los bajos rendimientos de los restantes activos.

Las altas emisiones en euros de compañías chinas (de propiedad pública) y japonesas han estado motivadas también por los bajos tipos de interés europeos, así como por la debilidad del euro frente a sus monedas domésticas, si bien las políticas monetarias de los tres siguen teniendo un tono claramente acomodaticio. En el caso de China, estas emisiones han podido venir motivadas por la expansión internacional de sus empresas, así como por su necesidad de acceso a un mercado diversificado y con alta liquidez. En Japón, aunque los bonos gubernamentales ofrecen rendimientos inferiores a los de los bonos alemanes, el *spread* del *cross-currency*

basis swap europeo es negativo, lo que favorecería la emisión de bonos en euros por parte de las empresas japonesas.

A principios de 2015 ha comenzado a observarse un incremento en las emisiones de empresas de la zona del euro en dólares, tras el cual pueden estar también los factores mencionados anteriormente. Así, el deseo de acceder a una base inversora nueva, amplia y diversa; la menor volatilidad implícita de los tipos de interés en Estados Unidos desde la subida de tipos por parte de la FED en diciembre de 2015, o a la demanda de financiación para nuevas adquisiciones y fusiones de algunas empresas europeas (p. e., para la adquisición de SABMiller por la belga Anheuser-Busch) podrían explicar esta tendencia.
