

Tendencias globales de financiación en los mercados de capitales en 2016

Alberto Fuertes, José Manuel Marqués y Luis Molina



23 de febrero de 2017

Las emisiones de bonos durante el año 2016 han aumentado moderadamente en los mercados desarrollados, debido, en parte, al mantenimiento de los procesos de consolidación fiscal en las principales economías. Destaca el dinamismo en las colocaciones de las empresas con mejor calidad crediticia y del sector bancario.

No obstante, existen importantes diferencias entre países, en función tanto de los condicionantes de la oferta de títulos por parte de los emisores —la posición cíclica de cada economía, la necesidad de desapalancamiento de las empresas y del sector público, o los requisitos regulatorios del sector financiero— como de factores de demanda por parte de los inversores —el apetito por el riesgo, la búsqueda de rentabilidad en un contexto de tipos de interés negativos o el papel de los bancos centrales en la adquisición de títulos—.

En el caso de las economías emergentes, el acceso a los mercados se mantuvo. No obstante, la volatilidad observada en los mercados cambiarios generó cierta preferencia por las emisiones en moneda extranjera, especialmente en dólares.

Este artículo ha sido elaborado por Alberto Fuertes, José Manuel Marqués y Luis Molina, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Las emisiones de bonos durante el año 2016 han aumentado moderadamente en los mercados desarrollados, debido, en parte, al mantenimiento de los procesos de consolidación fiscal en las principales economías. Destaca el dinamismo en las colocaciones de las empresas con mejor calidad crediticia y del sector bancario.

No obstante, existen importantes diferencias entre países, en función tanto de los condicionantes de la oferta de títulos por parte de los emisores —la posición cíclica de cada economía, la necesidad de desapalancamiento de las empresas y del sector público, o los requisitos regulatorios del sector financiero— como de factores de demanda por parte de los inversores —el apetito por el riesgo, la búsqueda de rentabilidad en un contexto de tipos de interés negativos o el papel de los bancos centrales en la adquisición de títulos—.

En el caso de las economías emergentes, el acceso a los mercados se mantuvo. No obstante, la volatilidad observada en los mercados cambiarios generó cierta preferencia por las emisiones en moneda extranjera, especialmente en dólares.

Introducción

Durante el año 2016 se sucedieron numerosos eventos que provocaron episodios de turbulencia e inestabilidad en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, a pesar de las implicaciones de larga duración de algunos de estos hechos, como los relacionados con la transición del modelo económico en China, el referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en Europa o las propuestas económico-financieras de la nueva Administración de Estados Unidos, los mercados de capitales solo se vieron afectados de manera transitoria y, en conjunto, apenas reflejaron la mayor incertidumbre. La búsqueda de rentabilidades siguió dominando, a la postre, el panorama financiero. De hecho, en 2016 se registró un mayor volumen de colocaciones que en años precedentes, si bien esta evolución general hay que matizarla según las distintas áreas geográficas y segmentos analizados.

En este artículo se revisan las principales tendencias de emisión de títulos en los distintos segmentos de los mercados, tratando de identificar aquellos factores que pueden haber sido más importantes en cada caso. El análisis se centra en los títulos brutos emitidos en mercados de capitales a un plazo superior al año y medio por los distintos sectores, utilizando como fuente principal Dealogic. Adicionalmente, se presenta, como novedad, una estimación del volumen de financiación neta que está recibiendo el sector privado no financiero en las principales economías desarrolladas. Para ello, se combina la información de las emisiones (y sus vencimientos) de empresas no financieras en los mercados de capitales con datos de crédito bancario, tanto doméstico como transfronterizo. De este modo se obtiene un indicador de financiación, que corrige en alguna medida la tendencia a la desintermediación bancaria, y puede calcularse con un desfase inferior al de las estadísticas más completas que se recogen en las Cuentas Financieras.

En el siguiente apartado se describe la evolución de los mercados de capitales a nivel global en 2016, como introducción a los dos siguientes apartados, en los que se repasan los principales rasgos de la actividad emisora en los mercados de deuda pública, renta fija privada no financiera, sector bancario, mercados emergentes y otros mercados. En el quinto apartado se introduce y se comenta la evolución de la financiación neta en las principales

Contexto de las condiciones financieras globales

áreas. Se incluye también un recuadro metodológico, en el que se compara esta estadística con la proporcionada por las Cuentas Financieras. Por último, se concluye resumiendo las principales características de los mercados primarios en 2016 y se discuten las tendencias que pueden anticiparse para el año en curso.

El año 2016 puede caracterizarse como un año repleto de eventos e incertidumbres de naturaleza macroeconómica y política, que afectaron de modo puntual a la evolución de los mercados financieros, pero que, en conjunto, no dieron lugar a un aumento persistente de la volatilidad. Este comportamiento de los mercados, en conjunto positivo, vino respaldado por las decisiones de las autoridades económicas y, en particular, por la continuidad de las políticas acomodaticias de los bancos centrales.

Los primeros meses del año estuvieron protagonizados por el descenso del precio del petróleo, hasta niveles muy reducidos¹, y por las bruscas fluctuaciones en las bolsas chinas, consecuencia de las dudas sobre el vigor del crecimiento de esa economía y de las dificultades encontradas por sus autoridades para avanzar en el proceso de liberalización financiera, manteniendo a la vez cierto control sobre los flujos de capital y evitando una excesiva depreciación de la moneda. La intensidad de estas turbulencias se extendió a otros mercados, en especial a otros emergentes con elevado grado de vulnerabilidad, dada la importancia sistémica de la economía china. Finalmente, la imposición de medidas que limitaban la contratación en los mercados chinos y la ralentización del ritmo de liberalización financiera permitieron cerrar este episodio.

Una vez superadas estas turbulencias iniciales, comenzó un período de relativa estabilidad, favorecida por la propia estabilización del precio del petróleo y la mejora de los datos de actividad, en el que la atención se focalizó en las decisiones de los bancos centrales. El BCE anunció una intensificación del tono expansivo de su política, a principios de marzo, y las expectativas de subida de tipos de interés por parte de la Reserva Federal se moderaron. El resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea, a finales del mes de junio, produjo un nuevo episodio de volatilidad que afectó principalmente a los mercados cambiarios y a la rentabilidad de la deuda pública, que actuó como activo refugio. El alcance de estas turbulencias se vio limitado, de nuevo, por la reacción de las autoridades monetarias, que adoptaron un tono más expansivo de modo generalizado, y por la publicación de datos macroeconómicos mejores de lo esperado. En el caso de Japón, además, se introdujeron cambios significativos en su estrategia de política monetaria, que pasó a orientarse hacia el control de la pendiente de la curva de rendimientos, junto con un compromiso de expandir la base monetaria hasta que la inflación superase el objetivo del 2 % de manera sostenida.

La última parte del año estuvo marcada por el resultado de las elecciones en Estados Unidos, con la victoria inesperada del candidato republicano y la expectativa de importantes cambios en la orientación de las políticas económicas de ese país. A pesar de la incertidumbre en torno a la naturaleza y ritmo de implementación de las múltiples medidas anunciadas por el presidente electo, los mercados reaccionaron selectivamente a las propuestas de medidas fiscales expansivas y de modificaciones regulatorias, con el consiguiente estímulo para los beneficios empresariales, produciéndose una revalorización de los índices bursátiles, una apreciación del dólar y un incremento de los tipos de interés de la deuda pública.

¹ El 20 de enero el precio del barril de petróleo tipo Brent alcanzó un mínimo de 27,88 dólares, un nivel no registrado desde el año 2003. Posteriormente el precio se ha ido recuperando, hasta alcanzar los 56,82 dólares por barril al final del año.

Al final del año, la Reserva Federal retomó el proceso de aumento de los tipos de interés oficiales, al tiempo que revisaba al alza el ritmo de normalización monetaria proyectado.

Los mercados financieros emergentes se vieron inmersos en las tres oleadas de inestabilidad global mencionadas, que afectaron especialmente a aquellas economías con un mayor grado de vulnerabilidad, a las más expuestas a los cambios de rumbo de la política estadounidense y a las más dependientes de la financiación exterior. No obstante, estos impactos fueron limitados y transitorios, de forma que su comportamiento en el año fue, en conjunto, positivo, salvo en casos excepcionales, como México y Turquía.

Respecto al comienzo del año, 2016 ha finalizado con un mayor grado de divergencia en las condiciones financieras entre los países desarrollados. En Estados Unidos se ha mantenido la línea de normalización de la política monetaria, mientras que en la zona del euro y Japón se ha continuado con un tono marcadamente expansivo. Las divergencias también se han acentuado entre los países emergentes, pues los países con mayores vulnerabilidades se han visto en la necesidad de incrementar los tipos de interés, mientras que otros han podido mantener unas condiciones monetarias más acomodaticias.

Por su parte, a finales de año y en la parte transcurrida de 2017, los mercados bursátiles se han beneficiado de un cierto optimismo ante las expectativas de un mayor estímulo fiscal, no solo en Estados Unidos, donde están alcanzando máximos históricos, sino también en otros países como el Reino Unido, Japón o Canadá. Los niveles de volatilidad en los distintos mercados son también bastante reducidos, a pesar del elevado grado de incertidumbre acerca de las políticas económicas (véase gráfico 1.4). Por último, las primas de riesgo de crédito han tendido incluso a reducirse en casos como el de las empresas norteamericanas de *high yield*. El único segmento en el que se han observado ajustes más intensos es en el de los tipos de cambio, con una notable apreciación del dólar frente a las principales monedas, vinculada, sin duda, al cambio en la combinación de políticas macroeconómicas y al impacto que pueden tener en el corto plazo algunas de las medidas proteccionistas anunciadas.

Actividad en los mercados de emisión de bonos

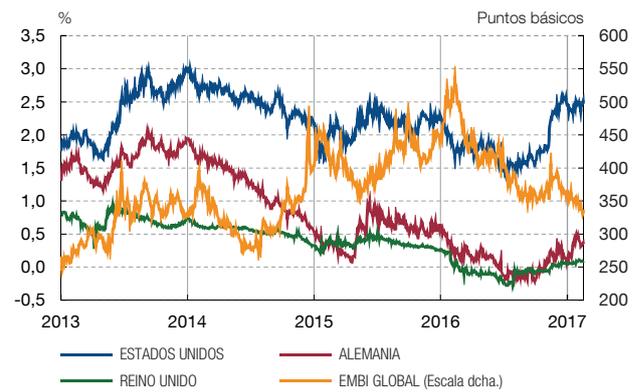
El gráfico 2 recoge la actividad en los mercados de emisión de bonos hasta 2016. En el caso de los mercados desarrollados, el crecimiento de las emisiones en el último año fue moderado, debido, en parte, a que los procesos de consolidación fiscal de las principales economías siguen reduciendo las necesidades de financiación del sector público. A pesar de ello, en 2016 se produjo un aumento de las emisiones en estos países. Por mercados, destaca el dinamismo en las colocaciones por parte de las empresas con mejor calidad crediticia y del sector bancario. No obstante, existen importantes diferencias entre países, en función tanto de los condicionantes de la oferta de títulos por parte de los emisores —la posición cíclica de cada economía, la necesidad de desapalancamiento de las empresas y del sector público, o los requisitos regulatorios del sector financiero— como de factores de demanda por parte de los inversores —el apetito por el riesgo, la búsqueda de rentabilidad en un contexto de tipos de interés negativos o el papel de los bancos centrales en la adquisición de títulos—.

En el caso de las economías emergentes, el acceso a los mercados se mantuvo pese a los factores de incertidumbre comentados en el apartado anterior, el progresivo endurecimiento de las condiciones monetarias en Estados Unidos, la apreciación del dólar y la reaparición de vulnerabilidades en algunas empresas de estos países. No obstante, la volatilidad observada en los mercados cambiarios generó cierta preferencia por las emisiones en moneda extranjera, especialmente en dólares.

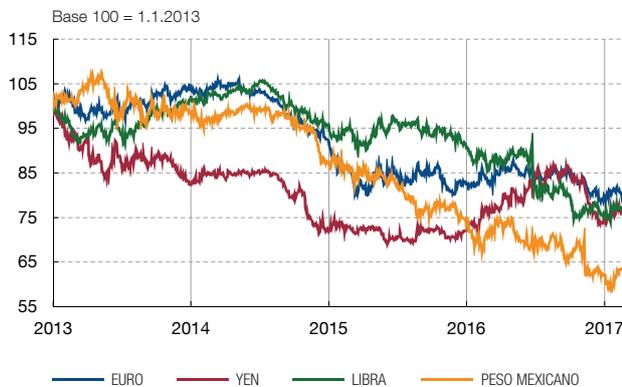
1 ÍNDICES BURSÁTILES



2 TIPOS DE INTERÉS



3 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (a)



4 VOLATILIDAD DE LOS MERCADOS E INCERTIDUMBRE POLÍTICA



FUENTES: Datastream y Economic Policy Uncertainty.

a Un aumento (disminución) significa una apreciación (depreciación) de la moneda frente al dólar.

b Volatilidad media de los mercados de bonos (MOVE), bursátil (VIX) y de los tipos de cambio frente al dólar del euro, el yen y la libra.

c Índice de Incertidumbre Política Global (Global EPU Index).

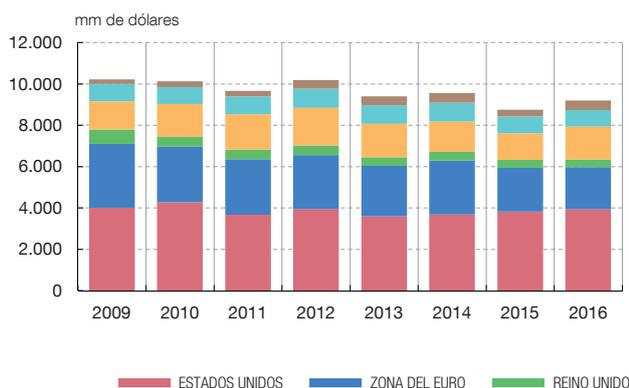
MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA

A lo largo de 2016 las emisiones brutas del sector público en los países desarrollados mostraron mayor dinamismo que en el año anterior, debido, principalmente, al aumento que se registró en Estados Unidos y Japón, que compensó las menores colocaciones que se observaron en la zona del euro y en el Reino Unido (véanse cuadro 1 y gráfico 3). Esta tendencia sigue reflejando la influencia de la consolidación fiscal en la mayoría de los países, de modo que, con la excepción de Japón, las emisiones netas siguieron descendiendo. No obstante, algunos analistas han señalado que, teniendo en cuenta las perspectivas fiscales de algunos países, en particular de Estados Unidos, esta trayectoria podría cambiar a partir de 2018, cuando se empezarán a observar emisiones que superen a las amortizaciones y a las adquisiciones de las autoridades monetarias, con posibles efectos sobre el coste de financiación². En cuanto al organismo emisor, la mayoría de los instrumentos continúan siendo colocados por los Tesoros (véase gráfico 3.4).

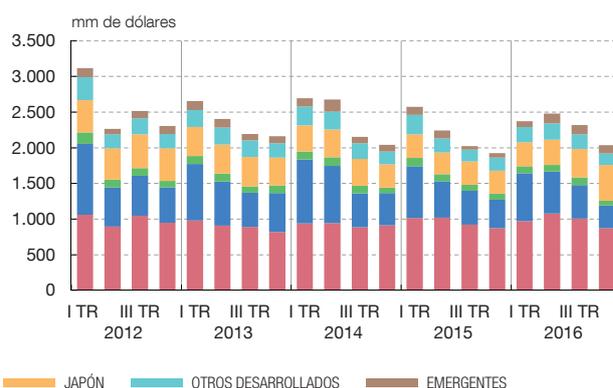
La estrategia de las colocaciones en estos mercados ha venido marcada principalmente por alteraciones en la demanda de estos títulos. Así, por ejemplo, en Estados Unidos la entrada en vigor en octubre de 2016 de la reforma de los fondos del mercado monetario ha producido, a lo largo del año, un fuerte aumento de los activos administrados por fondos que invierten

² Véase Sheets *et al.* (2016).

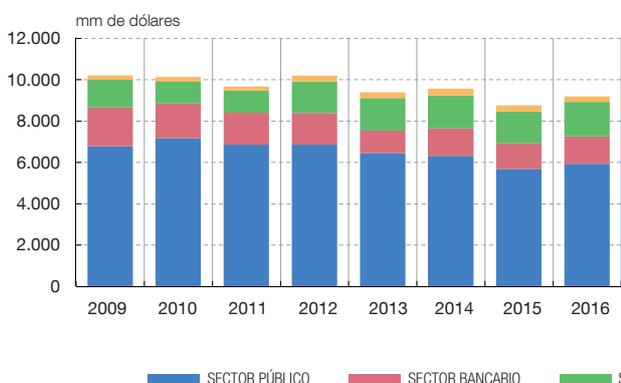
1 EMISIÓN BRUTA POR PAÍSES O REGIONES EMISORES. DATOS ANUALES



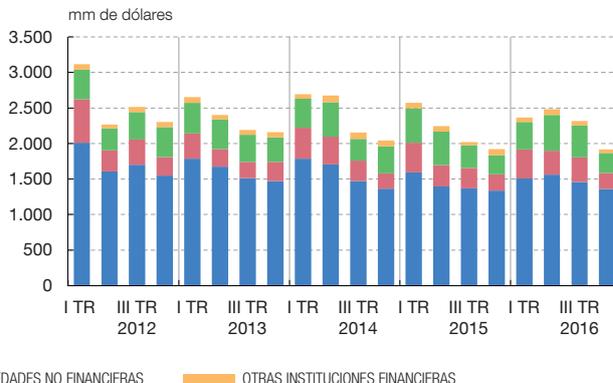
2 EMISIÓN BRUTA POR PAÍSES O REGIONES EMISORES. DATOS TRIMESTRALES



3 EMISIÓN BRUTA POR SECTOR EMISOR. DATOS ANUALES



4 EMISIÓN BRUTA POR SECTOR EMISOR. DATOS TRIMESTRALES



FUENTE: Dealogic.

a Datos excluidas las titulaciones y los instrumentos de deuda a corto plazo.

principalmente en títulos del sector público a corto plazo, de forma que el Tesoro norteamericano incrementó sustancialmente las emisiones netas de *treasuries bills*, en detrimento de las emisiones a más largo plazo³. En el caso del Reino Unido, las emisiones se concentraron en el segundo trimestre, posiblemente por la conveniencia de realizar las colocaciones antes del referéndum sobre su permanencia en la Unión Europea, que se celebró a finales de ese trimestre. Por último, en un contexto de reducidos tipos de interés y de apetito por el riesgo, se continúan realizando emisiones a plazos cada vez más largos. Así, tal y como puede verse en el gráfico 3.3, el plazo medio de las nuevas emisiones (excluyendo los títulos a plazo inferior al año y medio) superó los diez años, con la excepción de Estados Unidos. En este último caso, las declaraciones del nuevo secretario del Tesoro (antes de ser nombrado) apuntan a que se podría reconsiderar la política de emisión en el sentido de alargar los plazos de las colocaciones, incluyendo bonos de muy larga duración, tal y como ya hacen otros países.

MERCADOS DE RENTA FIJA PRIVADA NO BANCARIA

La actividad de las sociedades no financieras (SNF) en los mercados de capitales fue muy dinámica durante el año 2016, alcanzando un volumen récord de colocaciones tras la ligera caída que habían experimentado en el año anterior (véase gráfico 4.1). Esta evolución

³ Las emisiones de *treasuries bills* no se encuentran incluidas en los gráficos, ya que se trata de títulos con un plazo inferior al año.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MERCADOS DE DEUDA: VOLÚMENES DE EMISIÓN

CUADRO 1

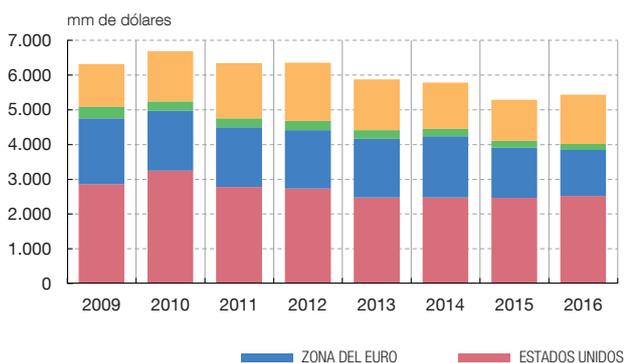
mm de dólares

	2015	2016	Variac. anual 2016 (%)	2016			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
BONOS TOTALES (a)	8.748	9.190	5,05	2.365	2.478	2.315	2.031
BONOS TOTALES DE ECONOMÍAS DESARROLLADAS	8.414	8.726	3,70	2.288	2.337	2.186	1.914
BONOS TOTALES EME	334	464	39,09	77	141	129	117
BONOS TOTALES, POR PAÍS							
Desarrollados	8.414	8.726	3,70	2.288	2.337	2.186	1.914
Estados Unidos	3.819	3.919	2,63	967	1.078	1.005	870
Zona del euro	2.111	2.044	-3,21	675	583	468	318
Reino Unido	387	373	-3,69	99	98	109	67
Japón	1.290	1.588	23,11	334	350	400	503
Otros desarrollados	807	803	-0,58	214	228	204	156
Emergentes (b)	334	464	39,09	77	141	129	117
BONOS TOTALES, POR SECTOR/INSTRUMENTO							
Sector público	5.688	5.921	4,09	1.506	1.558	1.453	1.403
Desarrollados	5.584	5.753	3,02	1.470	1.496	1.429	1.358
Estados Unidos	2.466	2.520	2,19	640	650	657	573
Zona del euro	1.440	1.323	-8,15	417	384	326	196
Reino Unido	203	169	-16,38	40	53	36	41
Japón	1.171	1.418	21,07	298	316	330	473
Otros desarrollados	305	323	6,11	76	92	80	75
Emergentes	103	168	62,18	35	62	25	45
Sociedades no financieras	1.546	1.677	8,47	387	502	453	335
Desarrollados	1.385	1.465	5,77	357	448	375	285
Estados Unidos	843	841	-0,28	206	275	186	173
Zona del euro	264	348	31,75	102	100	87	58
Reino Unido	86	83	-2,79	20	17	35	12
Japón	67	82	22,07	15	17	37	15
Otros desarrollados	125	111	-11,17	14	39	31	27
Emergentes	160	211	31,81	29	54	77	51
Sector bancario	1.231	1.334	8,38	408	337	347	243
Desarrollados	1.161	1.249	7,58	395	313	320	221
Estados Unidos	333	420	26,12	85	111	126	99
Zona del euro	375	337	-10,11	147	84	51	55
Reino Unido	79	98	24,12	33	24	33	8
Japón	42	67	59,61	17	13	25	12
Otros desarrollados	332	327	-1,55	113	81	86	48
Emergentes (c)	70	85	21,71	13	24	27	21
Otras instituciones financieras	284	259	-8,74	65	81	62	50
Estados Unidos	176	138	-21,68	36	42	36	25
Zona del euro	33	36	11,41	9	14	5	9
Reino Unido	20	22	11,50	6	4	6	6
Japón	9	21	123,57	4	5	8	4
Otros desarrollados	45	41	-9,13	10	17	8	6
PRO MEMORIA							
Bonos garantizados con colateral (d)	245	215	-12,23	92	57	33	32
Zona del euro	129	108	-16,80	50	26	14	17
Otros	116	108	-7,15	42	31	19	15
Bonos de alto riesgo	382	407	6,67	64	140	104	98
Desarrollados	350	341	-2,60	57	121	85	77
Estados Unidos	215	236	9,74	44	78	54	60
Zona del euro	73	65	-10,50	11	30	18	7
Reino Unido	23	13	-42,68	2	4	5	3
Japón	6	7	18,72	0	0	7	0
Otros desarrollados	33	20	-40,85	1	9	2	8
Emergentes	32	66	109,20	7	19	19	21
Préstamos sindicados	4.540	4.421	-2,62	943	1.235	1.103	1.140
Desarrollados	4.012	3.844	-4,19	817	1.039	968	1.020
Estados Unidos	1.461	1.513	3,52	291	420	353	448
Zona del euro	945	814	-13,87	177	213	218	206
Reino Unido	421	338	-19,64	68	99	87	84
Japón	550	558	1,33	152	138	156	112
Otros desarrollados	634	621	-2,05	128	169	154	169
Emergentes	528	577	9,26	127	196	135	120

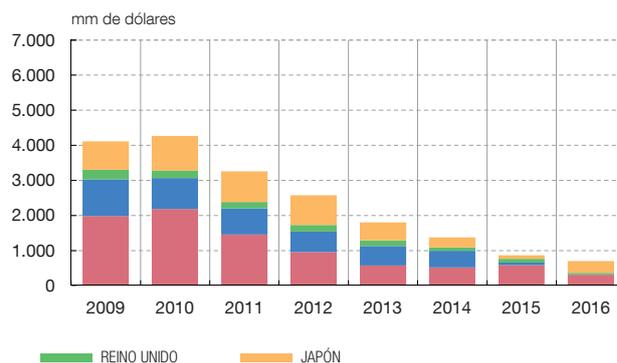
FUENTE: Dealogic.

- a Totales estimados. Datos excluidas las titulizaciones y los instrumentos de deuda a corto plazo.
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.

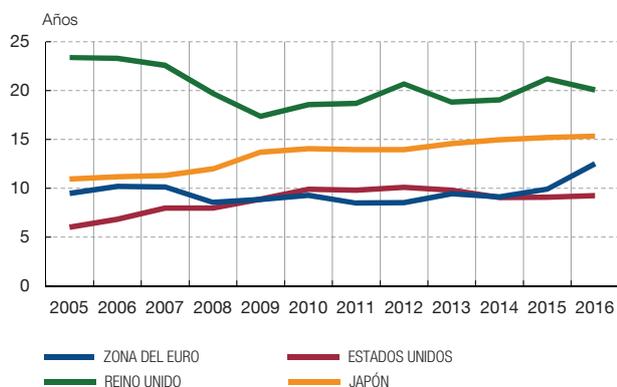
1 EMISIÓN BRUTA DEL SECTOR PÚBLICO



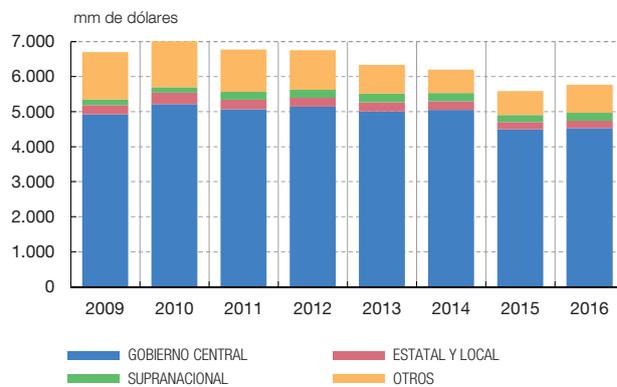
2 EMISIÓN NETA DEL SECTOR PÚBLICO



3 VENCIMIENTO MEDIO EMISIONES DEL GOBIERNO CENTRAL



4 EMISIÓN BRUTA DE BONOS DEL SECTOR PÚBLICO POR TIPO DE EMISOR



FUENTE: Dealogic.

a Datos excluidas las titulaciones y los instrumentos de deuda a corto plazo.

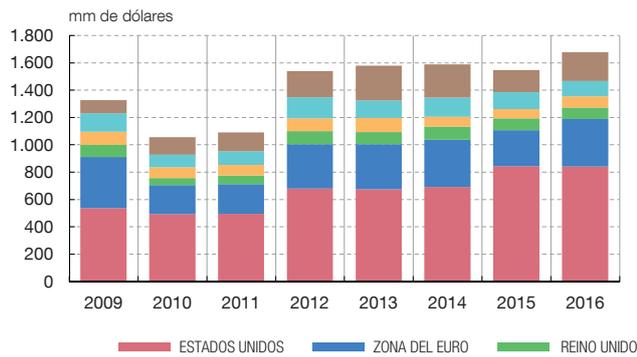
general oculta fuertes diferencias regionales y temporales, al hilo de las decisiones de política monetaria de los bancos centrales, los episodios de incertidumbre política ya mencionados, o las tensiones financieras que se sucedieron a lo largo del año.

Así, las diferencias en el tono de la política monetaria, con una menor laxitud por parte de la Reserva Federal⁴, frente a medias de carácter más expansivo en otras áreas, se reflejaron en los mercados primarios, con un ligero descenso de las emisiones corporativas de Estados Unidos, que contrasta con los aumentos en la zona del euro y Japón. Además, se observó un aumento considerable del volumen emitido en euros por parte de empresas americanas con objeto de aprovechar el diferencial de costes de financiación entre ambas áreas (véase gráfico 4.3).

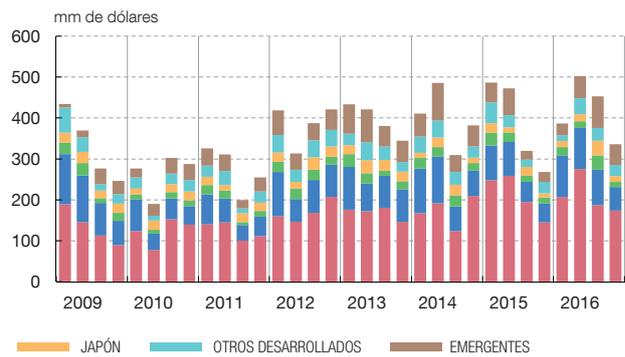
Otro desarrollo que afectó de un modo determinante a las emisiones corporativas fue el inicio de programas de compras de bonos corporativos por parte de algunos de los principales bancos centrales. El BCE comenzó a implementar su programa de compras de bonos corporativos el 8 de junio, siendo elegibles bonos de grado de inversión emitidos

4 La Reserva Federal, en una decisión anticipada por los mercados, volvió a subir los tipos de interés en diciembre. Además, el horizonte de subidas para 2017 podría verse afectado si se materializa el paquete fiscal de la Administración del nuevo presidente Donald Trump.

1 EMISIÓN ANUAL POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



2 EMISIÓN TRIMESTRAL POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



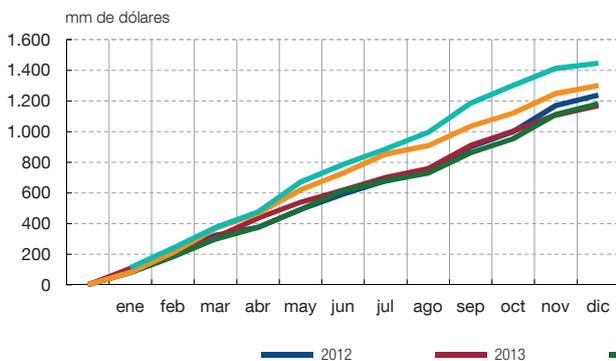
3 EMISIÓN EN EUROS EN ESTADOS UNIDOS



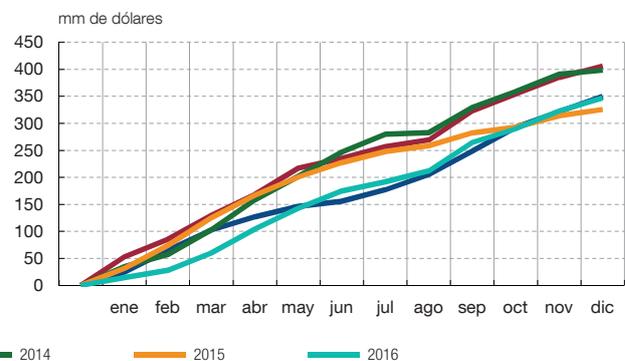
4 EMISIÓN EN LIBRAS FUERA DEL REINO UNIDO



5 EMISIÓN MUNDIAL DE BONOS DE GRADO DE INVERSIÓN



6 EMISIÓN MUNDIAL DE BONOS DE ALTO RENDIMIENTO



FUENTE: Dealogic.

a Datos excluidas las titulaciones y los instrumentos de deuda a corto plazo.

en euros por parte de corporaciones que no sean instituciones de crédito y estén domiciliadas en la zona del euro⁵. Las compras se realizan tanto en el mercado primario como en el secundario, y a finales de año alcanzaron un volumen de 51 mm de euros⁶. Por otro lado, el Banco de Inglaterra anunció a principios de agosto un programa de compra de bonos corporativos, que comenzó a finales de septiembre. El programa se centra en compras en

5 Véase https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160421_1.en.html.

6 Véase <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>.

el mercado secundario, con la finalidad de reducir los costes de financiación de las empresas y estimular nuevas emisiones, y afecta a bonos de empresas que contribuyan de un modo relevante a la economía del Reino Unido, con un máximo de 10 mm de libras. Como en el caso del programa del BCE, los bonos deben ser de grado de inversión⁷. Estos programas han tenido un efecto positivo en los volúmenes de emisión en ambas áreas, si bien en el Reino Unido el volumen de emisiones experimentó una caída interanual en el cuarto trimestre.

La incertidumbre política afectó de manera puntual a algunos segmentos de las emisiones corporativas a lo largo del pasado año. El principal evento que destaca en este sentido fue el referéndum de salida del Reino Unido de la Unión Europea, que produjo un aumento de la volatilidad de la libra y una fuerte depreciación. En este contexto, las emisiones corporativas en libras por parte de empresas de fuera del Reino Unido se han reducido (véase gráfico 4.4), mientras que la proporción de emisiones en libras por parte de las empresas británicas se ha incrementado, para reducir el riesgo de fluctuación del tipo de cambio en sus pagos de la deuda. Sin embargo, el propio volumen de emisiones de empresas británicas no parece haberse visto afectado de un modo significativo por este contexto de incertidumbre política, siendo similar al del año anterior.

Otros episodios de tensión en los mercados financieros, como los registrados a principios de año, afectaron principalmente a las emisiones de empresas con mayor nivel de riesgo. Así, las emisiones de alto rendimiento se vieron lastradas durante el primer trimestre por las tensiones financieras en esos primeros meses (véanse gráficos 4.5 y 4.6). La actividad se concentró en el segundo y tercer trimestre, coincidiendo con una menor incertidumbre en los mercados de renta fija, que favoreció también las emisiones corporativas en los mercados emergentes. En el conjunto del año, las emisiones de alto rendimiento superaron a las de 2015, pese a su bajo volumen en el primer trimestre.

Por último, cabe destacar la aparición de características adicionales al precio, relacionadas con riesgos de largo plazo como el medioambiental, en las estrategias de algunos emisores. Así, en 2016 se observó un fuerte aumento, de alrededor de un 160 %, de las emisiones del segmento de bonos verdes o *green bonds*, que se caracterizan por que los fondos obtenidos se destinan a proyectos de inversión compatibles con la preservación del medioambiente⁸. Dichas emisiones alcanzaron los 23,7 mm de dólares.

MERCADOS DE FINANCIACIÓN BANCARIA

A lo largo del año pasado, el acceso de las entidades bancarias a los mercados de capitales continuó caracterizado por la normalidad, si bien se registraron episodios de encarecimiento del coste de las emisiones en determinados segmentos o jurisdicciones. A comienzos de año, en un contexto de repunte de la incertidumbre y de publicación de resultados por debajo de lo esperado por parte de algunas entidades europeas, se registraron tensiones en el mercado de deuda subordinada bancaria europea, que se materializaron en un repunte de los diferenciales y en un reducido volumen de emisiones, reflejo también de las dificultades para interpretar la reglamentación para suspender los cupones o reducir el principal de este tipo de deuda. Con posterioridad, las aclaraciones de los supervisores y el compromiso de las entidades de mantener el pago de los cupones redujeron las tensiones, si bien el volumen total de deuda subordinada emitida por parte de las entidades europeas durante 2016 fue inferior al del año anterior.

⁷ Véase <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/marketnotice160912apfcbps.pdf>.

⁸ En el caso de las emisiones corporativas de bonos verdes, la mayoría son realizadas por empresas del sector energético y de *utilities*, relacionadas con la generación de energía limpia.

Adicionalmente, también se produjo un descenso general y significativo de las emisiones bancarias en Europa con ocasión del referéndum británico, si bien las medidas adoptadas y la publicación de indicadores macroeconómicos mejores de lo esperado permitieron que los mercados asimilaran el resultado sin interrupciones significativas. Así, en agosto ya se registró un volumen muy elevado de emisiones en Europa, y especialmente en el Reino Unido, si bien una parte importante de las emisiones de entidades británicas se hicieron en dólares.

En el conjunto del año, el volumen de emisiones del sector bancario no creció significativamente, aunque se registraron importantes diferencias por áreas. En la zona del euro, en un contexto de aumento de la liquidez suministrada por el BCE y de incertidumbre sobre el cierre de la regulación de absorción de pérdidas⁹, el sector emitió un volumen de deuda inferior al del año anterior. Por el contrario, en el Reino Unido y en Estados Unidos las emisiones aumentaron, en especial aquellas instrumentadas a través de deuda sénior proveniente de los *holdings* bancarios, con objeto de satisfacer los nuevos requisitos regulatorios de absorción de pérdidas. Por último, en Japón, donde el sector bancario está inmerso en una estrategia de expansión de activos internacionales, también aumentaron las colocaciones en relación con el año precedente.

El mercado de bonos garantizados con colateral (*covered bonds*), tradicionalmente una importante fuente de financiación bancaria, en especial en situaciones de tensiones en los mercados financieros, registró un importante retroceso. En la zona del euro, pudo verse afectado por un proceso de sustitución por financiación del BCE. En el caso del Reino Unido, el debilitamiento puede reflejar las dudas que existen sobre el mantenimiento del carácter preferencial de los bonos garantizados emitidos por entidades británicas a efectos de su cómputo en determinadas ratios regulatorias en Europa.

Igual que otros emisores, algunas entidades bancarias comenzaron a mostrar sensibilidad hacia riesgos asociados al deterioro del medioambiente, con un volumen significativo de colocaciones «verdes». No obstante, este mercado sigue siendo reducido y tiene deficiencias de estandarización, ya que no todos los emisores satisfacen estándares internacionales¹⁰.

Por último, al igual que en el caso de las empresas, cabe mencionar el papel de las divergencias de las políticas monetarias en la denominación de las monedas de emisión. Durante este año, continuaron registrándose colocaciones de bancos americanos en euros, con objeto de aprovechar los diferenciales de tipos de interés. Sin embargo, dados los desajustes en algunos mercados de cobertura de divisa a plazo¹¹, también se observaron emisiones de bancos europeos en dólares. Aparentemente, la evolución de estas colocaciones refleja no tanto la necesidad de cobertura en esa divisa como el deseo de aprovechar las primas que existen en los mercados de cobertura en períodos de fortaleza del dólar, para luego prestar esa moneda a otras entidades¹². Adicionalmente, la reforma de los fondos de mercados monetarios de Estados Unidos ha podido llevar a una sustitución de los pasivos que colocaban las entidades europeas en estos inversores por mayores emisiones de bonos denominados en dólares.

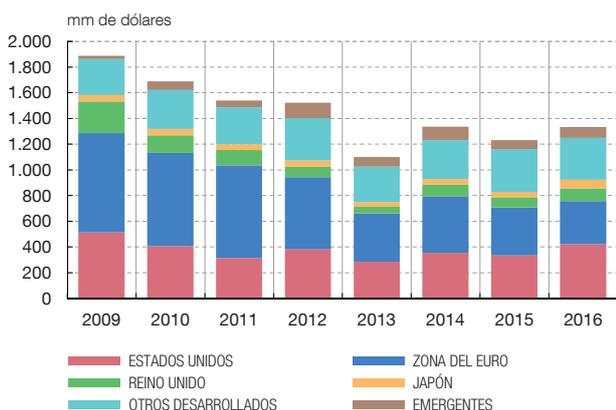
9 En noviembre de 2016 la Comisión Europea hizo una propuesta para homogeneizar este tratamiento entre los países miembros.

10 El caso de China es significativo; las entidades financieras de este país realizan el mayor volumen de emisión en bonos verdes, pero mantienen estándares nacionales en lugar de criterios internacionales, como los Principios de Bonos Verdes (*Green Bond Principles*).

11 Existen varios motivos tras las distorsiones en estos mercados, como son la divergencia de las políticas monetarias, los cambios normativos en la regulación bancaria y la reforma de los fondos del mercado monetario en Estados Unidos. Para un mayor detalle, véase Nakaso (2017).

12 Véase Romo González (2016) y Avdjiev *et al.* (2016).

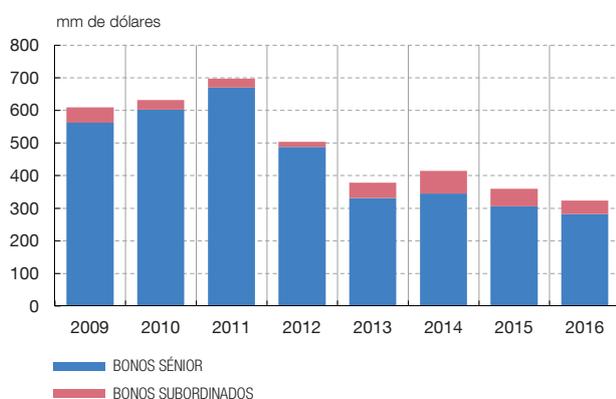
1 POR PAÍSES O REGIONES EMISORAS



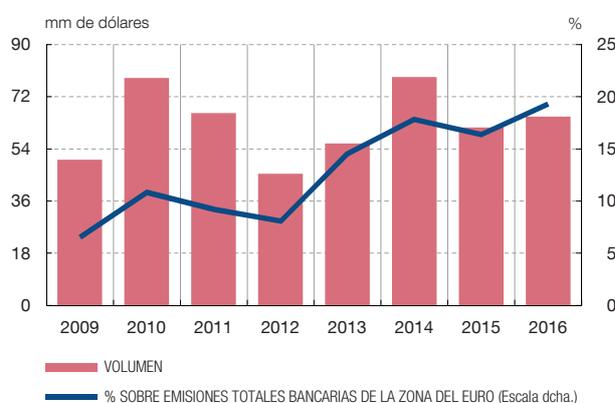
2 ESTADOS UNIDOS: POR TIPO DE EMISIÓN



3 ZONA DEL EURO: POR TIPO DE EMISIÓN



4 ZONA DEL EURO: EMISIONES EN DÓLARES



FUENTE: Dealogic.

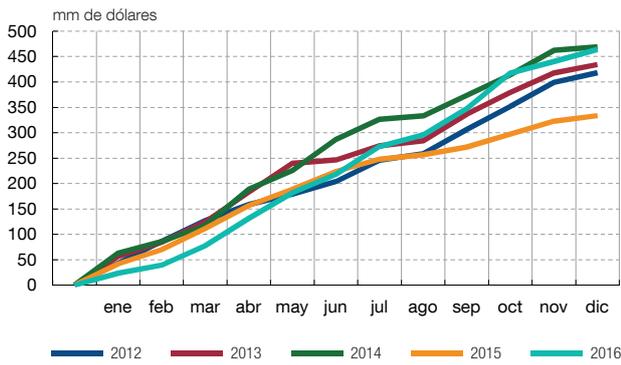
a Datos excluidas las titulaciones y los instrumentos de deuda a corto plazo.

MERCADOS EMERGENTES

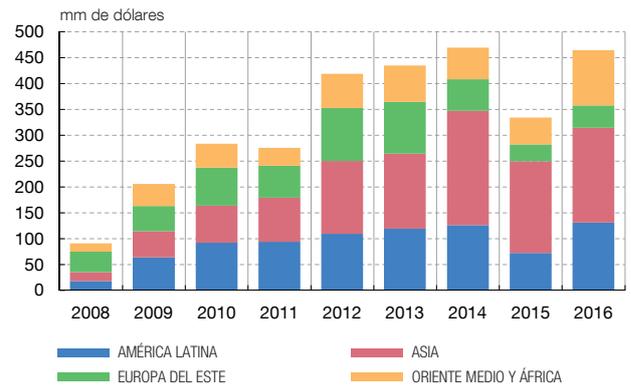
Las emisiones de las economías emergentes aumentaron sustancialmente respecto a las registradas en 2015, situándose por encima de los volúmenes emitidos en 2013 y ligeramente por debajo del máximo histórico, alcanzado en 2014. Este repunte se produjo, además, en el contexto mencionado anteriormente de incertidumbre global, y se observó especialmente en segmentos del mercado que deberían haberse visto más afectados en esta situación. En el conjunto del año, las colocaciones alcanzaron los 464 mm de dólares —un 39 % más que en 2015 y un nivel cercano a 2014 (469 mm)—. Destaca el incremento del volumen emitido en África y Oriente Medio (107 %), condicionado por la primera colocación de la historia de Arabia Saudí, por valor de 17.500 millones de dólares, en un contexto de estabilidad del precio del petróleo a partir de marzo, y en América Latina (81 %), la región que podría haberse visto más afectada por la incertidumbre política de Estados Unidos y el endurecimiento de la política monetaria en dicho país.

El buen comportamiento de las emisiones de emergentes se reflejó en la vuelta al mercado de emisores con un grado de riesgo elevado (Rusia y, especialmente, Argentina, que, tras la resolución del conflicto con los tenedores de deuda impagada, realizó una emisión de 16,5 mm) y en las emisiones de países con una calificación soberana baja, como Honduras, Ecuador, Ghana, Laos o Mozambique —que solicitó posteriormente una renegociación de su deuda externa—; de países con programas de financiación del Fondo Monetario

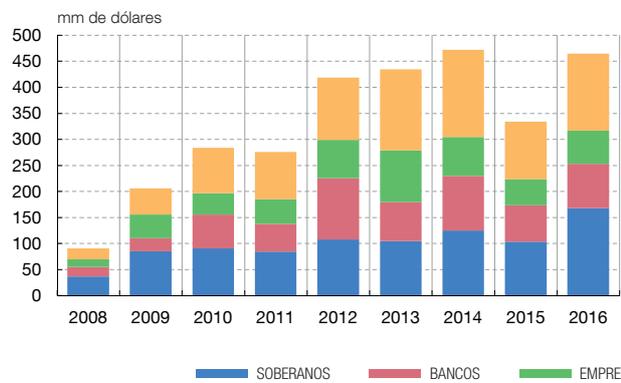
1 DATOS ACUMULADOS DESDE COMIENZOS DE AÑO



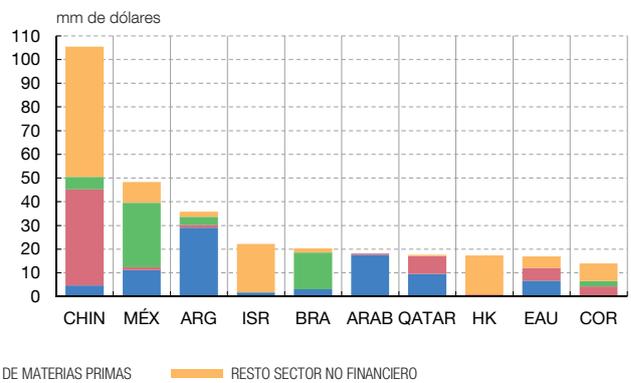
2 POR REGIONES



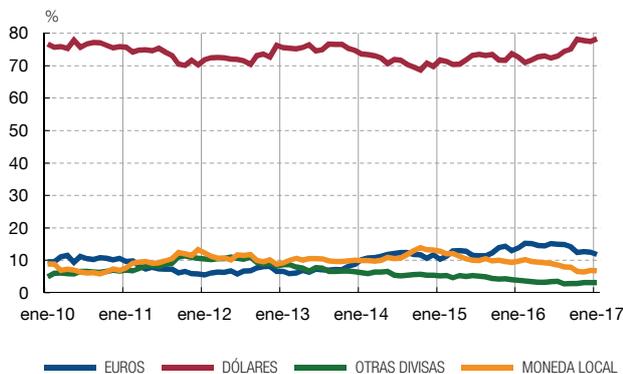
3 POR TIPO DE EMISOR



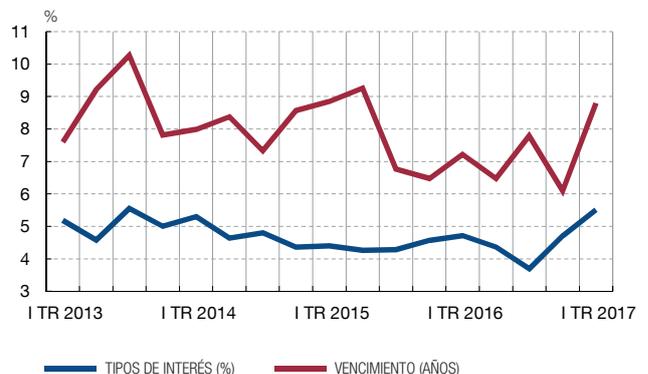
4 POR PAÍSES: MAYORES EMISORES EN 2016



5 MONEDA DE EMISIÓN (% TOTAL)



6 CONDICIONES DE LAS EMISIONES (a)



FUENTE: Dealogic.

a Excluidas las emisiones soberanas.

Internacional, como Egipto, y de países cuyos mercados estuvieron sometidos a una elevada volatilidad a lo largo del año, como Turquía. Además, buena parte de las colocaciones registraron una demanda que superó ampliamente lo ofrecido por el emisor: es el caso de Arabia (con peticiones por más de 67 mm) y Argentina (más de 70 mm), y los más de 20 mm emitidos por una farmacéutica de Israel, con una demanda de 70 mm, en lo que supuso la tercera mayor colocación del año a nivel mundial y la emisión de mayor cuantía de una compañía de emergentes en la historia.

Asimismo, se llevaron a cabo emisiones a gran escala por parte de empresas relacionadas con materias primas (aumento del 300 % interanual en el segundo semestre del año). Destacan las petroleras estatales de Brasil y México (un 10 % del total de emisiones de empresas no financieras), a pesar del elevado apalancamiento y de las dudas sobre la situación financiera expresadas por las agencias de calificación en el caso de la mexicana. Por último, el mayor apetito por la rentabilidad se reflejó en un incremento de las emisiones empresariales de alto rendimiento (109 %), frente al modesto ascenso de las que gozan de grado de inversión (17 %). Con ello, el *rating* medio de las emisiones bajó un escalón, de BBB+ a BBB. La entrada de empresas con menor calificación en estos mercados no supuso, sin embargo, un endurecimiento de las condiciones de financiación, dado que el tipo de interés medio de las colocaciones se mantuvo en el 4,4 %, igual que en 2015, y el vencimiento se redujo ligeramente (de 7,8 años a 7 años).

En cuanto a los emisores individuales, China, a pesar de las incertidumbres que rodearon la gestión de la liberalización de la cuenta de capital por parte de las autoridades, fue el mayor emisor del año (106 mm de dólares, un 23 % del total y un aumento del 4,4 % respecto a 2015), prácticamente doblando las colocaciones de México (48.000 millones, 10,4 % del total y un incremento del 82 %). A pesar del incremento de las colocaciones internacionales, las compañías chinas siguen apelando fundamentalmente a los mercados locales para obtener financiación (88 % del total).

Dentro del buen comportamiento de las colocaciones, la demanda de más seguridad por parte de los inversores se manifestó en la evolución de las emisiones por monedas. Así, las colocaciones en moneda extranjera ascendieron un 43 %, compensando la caída de las emisiones en moneda local (-7 %). Dentro de las primeras, el dólar siguió siendo la divisa predominante (80 % del total, frente al 74 % de 2015), si bien las emisiones en euros se recuperaron (25 mm, frente a 23,7 mm en 2015). La entrada de la divisa china en la cesta de los DEG no supuso un impulso del mercado en renminbis: en 2016, las emisiones de empresas y soberanos chinos en los mercados internacionales en su propia moneda representaron un 6,5 % del total de emisiones chinas, frente al 6 % previo. Por otro lado, las emisiones de otros emergentes en yuanes se redujeron del 0,7 % al 0,4 % del total.

Otros mercados

RENTA VARIABLE

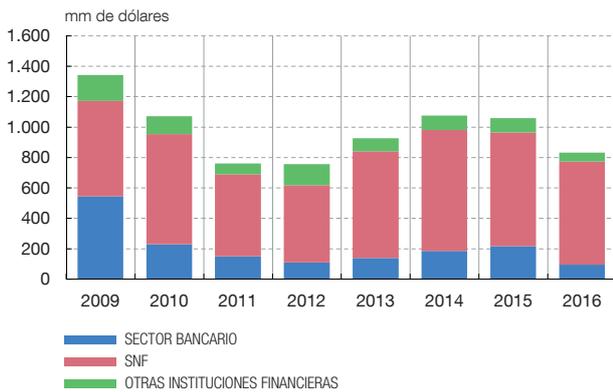
Las emisiones de renta variable experimentaron una fuerte caída durante 2016, comportamiento que se extendió, con diferente intensidad, a todas las regiones, y se mantuvo a lo largo de todo el año, salvo por un repunte en el tercer trimestre.

La incertidumbre política a lo largo del año, centrada en el Brexit en su primera mitad y más tarde relacionada con las elecciones americanas, pudo condicionar las emisiones en estos mercados, posponiendo parte de ellas. A ello se añadieron el entorno de bajas expectativas de crecimiento e inflación en las áreas desarrolladas, una mayor volatilidad en el precio del petróleo y las dudas sobre la evolución de la economía china, uno de los mercados en los que las emisiones de renta variable venían creciendo con mayor intensidad. Esta tendencia ha ido en paralelo a un descenso en las operaciones corporativas de fusión y adquisición, lo cual denota el escaso dinamismo de las empresas a la hora de ampliar su actividad¹³.

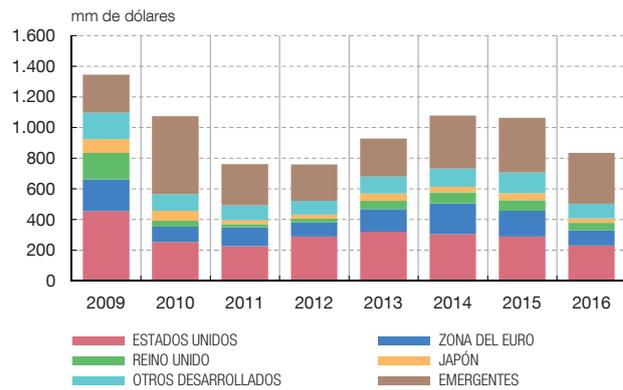
Los mercados emergentes fueron los que marcaron la evolución de las colocaciones durante el año, registrando el mayor volumen en todos los trimestres y experimentando la menor caída. Por el contrario, la zona del euro y Japón registraron el peor comportamiento.

¹³ El volumen total de fusiones y adquisiciones en 2016 descendió un 18 %, alcanzando los 3,84 billones de dólares.

1 EMISIÓN POR SECTOR EMISOR



2 EMISIÓN POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



FUENTE: Dealogic.

Por sectores, la evolución más negativa la experimentó el sector bancario, en un contexto de incertidumbre sobre la rentabilidad de las entidades debido al entorno de bajos tipos de interés y a los descensos en las cotizaciones bursátiles de algunos bancos, en especial en la zona del euro.

Finalmente, por tipo de instrumento, se observó un menor descenso en las emisiones de empresas que ya cotizaban en bolsa (colocaciones conocidas como *follow-on*) y un menor dinamismo en las salidas a bolsa (ofertas públicas de venta). Esta tendencia diferencial pudo deberse a que las tensiones puntuales que se observaron en los mercados dañaran más el acceso al mercado de empresas que no cotizan que el de aquellas con las que están más familiarizadas los inversores.

TITULIZACIONES Y PRODUCTOS ESTRUCTURADOS

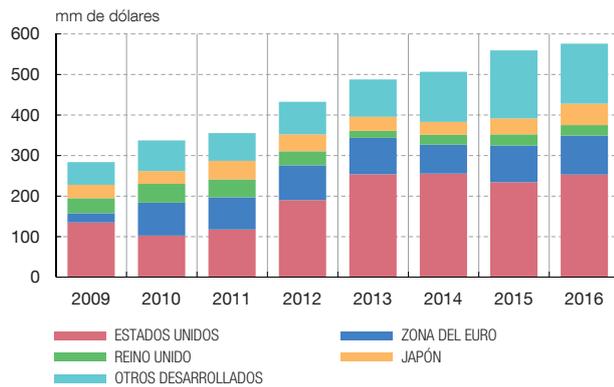
La emisión de titulizaciones mantuvo la tendencia de crecimiento que se viene registrando desde 2010, aunque su volumen aún se encuentra muy por debajo del registrado antes de la crisis financiera, representando tan solo un 30 % del total de emisiones en 2007. En todo caso, la evolución al alza en este mercado denota un menor estigma de estos productos y cierta recuperación, en un segmento cuyo despegue continúa dificultado por la falta de homogeneización y la debilidad del crédito bancario.

Durante el año hubo una clara divergencia, con retrocesos en los dos primeros trimestres y una recuperación en la segunda mitad del año (en especial durante el cuarto trimestre), que permitió un aumento en el conjunto del período. La mayor caída se produjo en el primer trimestre, posiblemente condicionada por la incertidumbre en los mercados y la aversión al riesgo, como refleja la fuerte caída de las emisiones de CLO (*collateralized loan obligations*), titulizaciones cuyo colateral son préstamos a empresas con baja calidad crediticia.

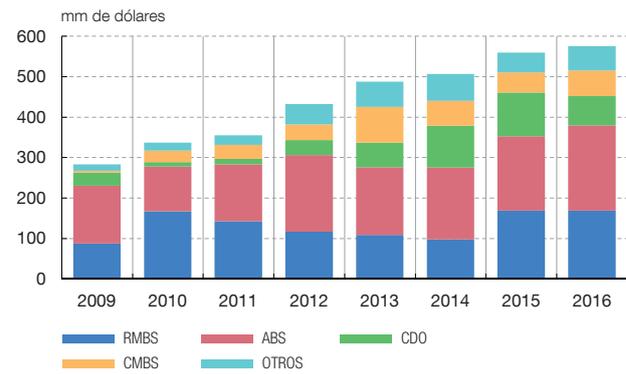
Por países, Japón registró el mayor crecimiento de las emisiones, seguido de Estados Unidos y la zona del euro; en el Reino Unido y en el resto de las áreas se registraron descensos. La evolución de Japón se asentó en el buen comportamiento del mercado de trabajo, que mantiene unas bajas tasas de impagos de los préstamos que se usan como colateral de las titulizaciones¹⁴. En el caso de la zona del euro, la recuperación del crédito pudo favorecer la generación de titulizaciones. Aunque el BCE mantuvo su programa de

¹⁴ Véase Saek y Seki (2016).

1 POR PAÍSES O REGIONES EMISORES



2 POR TIPO DE COLATERAL



FUENTE: Dealogic.

compras de *asset-back securities* (ABS), el volumen total adquirido en 2016 fue inferior al del año anterior, por lo que el crecimiento de las titulizaciones no se explica por las compras del BCE. En Estados Unidos lo más relevante fue la nueva regulación sobre control de riesgos, que entró en vigor en diciembre y obliga a los gestores de CLO a mantener al menos el 5 % de los CLO que gestionen. Por el momento, no parece haber afectado al volumen de titulizaciones.

Por tipo de colateral, la mayor caída se produjo en los CDO (*collateralized debt obligations*; incluyen los CLO), que se vieron condicionados por la mala evolución del primer trimestre. Por su parte, los activos con colateral hipotecario tuvieron un comportamiento dispar. Los de garantías comerciales (CMBS) experimentaron el mayor crecimiento de todos los segmentos, mientras que los del sector residencial (RMBS) apenas variaron, aunque durante el último trimestre crecieron con intensidad.

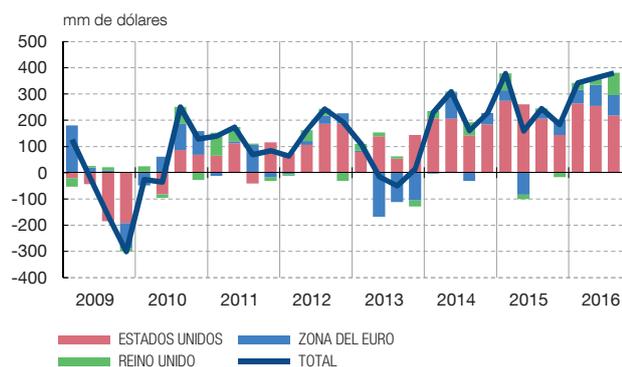
La financiación neta

En este apartado, se presenta un análisis de la financiación neta al sector corporativo no financiero en las principales áreas desarrolladas, que incluyen no solo las emisiones netas de bonos, sino también el crédito bancario. A diferencia del resto del artículo, donde el foco son las condiciones de colocación y la actividad de los mercados primarios, en este apartado se trata de ofrecer una perspectiva que informe sobre los flujos de financiación que está recibiendo el sector corporativo no financiero.

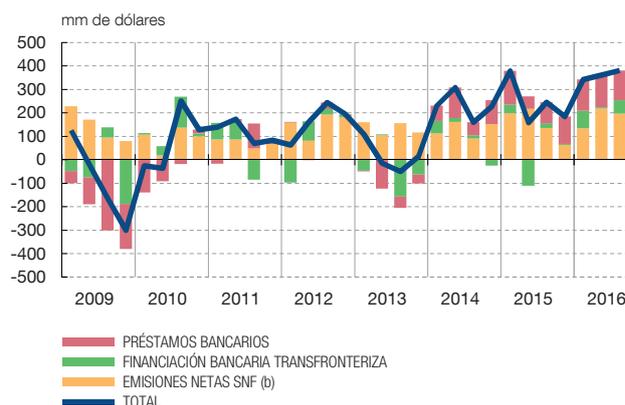
El estudio de la financiación neta presenta ciertas dificultades metodológicas por la necesidad de utilizar diferentes fuentes y de proporcionar medidas que sean comparables entre regiones. La aproximación empleada como medida de la financiación neta incluye las emisiones netas de bonos por parte de las SNF, el crédito bancario al sector corporativo privado no financiero (excluyendo las adquisiciones de valores de renta fija) y la financiación bancaria transfronteriza. Esta medida de financiación neta total tiene una cobertura algo más reducida que la de las Cuentas Financieras (véase recuadro), pero permite obtener un indicador comparable entre áreas y disponible con mayor antelación. En este sentido, teniendo en cuenta las fuentes empleadas, se ofrece la evolución de la financiación neta hasta el tercer trimestre de 2016.

Lógicamente, la evolución de la financiación neta estuvo condicionada por las tendencias en los costes de financiación. Así, en Estados Unidos se observó un aumento de los costes de financiación de crédito bancario durante la primera parte del año, que se corrigió parcialmente

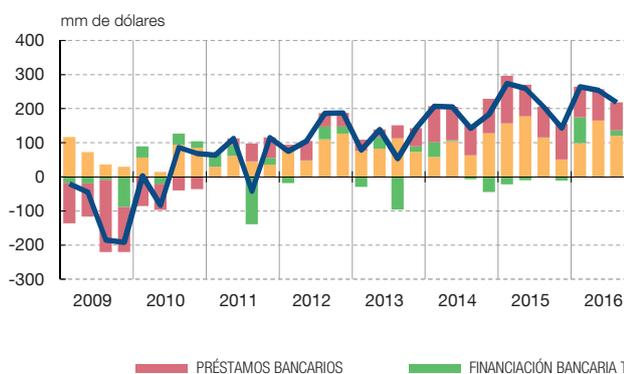
1 FINANCIACIÓN NETA POR REGIONES



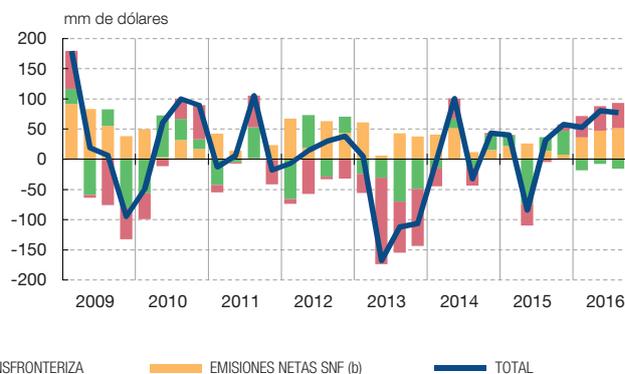
2 FINANCIACIÓN NETA POR COMPONENTES



3 ESTADOS UNIDOS



4 ZONA DEL EURO



FUENTES: Dealogic, Datastream y Banco de Pagos Internacionales.

- a Flujos trimestrales en mm de dólares.
- b Emisiones de SNF.

en la segunda mitad. Por su parte, en la zona del euro estos costes de financiación disminuyeron de manera continuada durante todo el año¹⁵.

En este contexto, los flujos de financiación mostraron un buen comportamiento durante los tres primeros trimestres de 2016, superando los volúmenes de años precedentes. Por regiones, esta tendencia positiva de la financiación se venía observando desde años antes en Estados Unidos, pero en el caso del Reino Unido y la zona del euro es la primera vez que se observan tres trimestres seguidos con financiación positiva, desde 2013 y 2012, respectivamente. El volumen de la financiación neta para las tres áreas estudiadas ascendió a 1,083 mm de dólares durante los tres primeros trimestres del año, frente a los 782 mm de dólares de 2015 (véase gráfico 9). Por regiones, como ya se ha adelantado, destaca la consolidación de los flujos de financiación positivos en la zona del euro y el Reino Unido, tras un año 2015 donde en algún trimestre se produjeron flujos negativos y los flujos positivos fueron de menor cuantía.

En cuanto a los componentes de la financiación, el grueso de los flujos se concentró en las emisiones de bonos netos y los préstamos bancarios, teniendo la financiación trans-

¹⁵ En Estados Unidos, durante el final del año el tipo de interés del crédito bancario se situó en el 2,11 %, habiendo alcanzado el 2,51 % a finales de junio. En la zona del euro, estos costes de financiación fueron del 2,32 % a finales de diciembre, habiéndose reducido en 32 pb a lo largo del año.

fronteriza menor importancia. Con respecto a los créditos bancarios, destaca la recuperación de la zona del euro —en un contexto de políticas monetarias más expansivas— y, en menor medida, del Reino Unido. El bajo volumen de los préstamos bancarios de entidades domésticas sobre el total de la financiación en el Reino Unido se vio compensado por la financiación bancaria transfronteriza. Por su parte, la financiación bancaria en Estados Unidos se ha mostrado muy estable durante los últimos años, y se mantiene en niveles alrededor de los 90 mm de dólares, en contraste con el período de 2009-2010, en el que se registraron flujos negativos.

Esta evolución vino favorecida por unas condiciones de oferta de crédito a empresas positivas, en términos generales¹⁶. Las encuestas de préstamos bancarios en Estados Unidos muestran que las condiciones de oferta se han endurecido, pero en menor medida que en el pasado. En el caso del Reino Unido, y a pesar de la incertidumbre tras el Brexit, las condiciones de oferta no parecen haberse modificado. En la zona del euro las encuestas de préstamos bancarios muestran una moderada relajación respecto al trimestre anterior, en un contexto de presiones competitivas y menor percepción del riesgo.

Por su parte, la demanda de crédito mostró un comportamiento dispar por regiones¹⁷. Se mantuvo robusta en la zona del euro y relativamente estable en Estados Unidos. Por el contrario, se contrajo fuertemente en el Reino Unido, tanto en el segundo trimestre como en el tercero. Esta contracción se produjo en empresas pequeñas, medianas y grandes, aunque fue mayor en el último caso. Durante el cuarto trimestre se ha registrado una recuperación en la demanda, que ha sido satisfecha principalmente gracias al crédito bancario transfronterizo.

Conclusiones

A lo largo de 2016 los mercados de capitales mostraron una notable resistencia ante la incertidumbre. Acontecimientos políticos como el referéndum sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea o el resultado de las elecciones norteamericanas no solo tuvieron un efecto muy limitado en los precios negociados en los mercados financieros, sino que su repercusión en los mercados de emisión también fue muy reducida. Otros eventos, como las turbulencias en los mercados a principios de 2016, sí tuvieron un impacto sobre las colocaciones, particularmente en determinados segmentos —algunos países emergentes y la deuda subordinada bancaria—, si bien estas dificultades fueron desapareciendo a lo largo del año, que finalizó con volúmenes de emisión similares a los de años anteriores.

A corto plazo, no parece que esta situación vaya a revertir de un modo brusco. A comienzos de 2017 se está registrando un elevado volumen de emisiones prácticamente en todos los segmentos, en un contexto en el que se mantiene el apetito por el riesgo y en el que las incertidumbres políticas no llegan a trasladarse completamente al comportamiento de los inversores. De este modo, parece que podría prolongarse un entorno de recuperación de la financiación neta en sectores como el corporativo; también en áreas como el Reino Unido y la zona del euro, que llevaban tiempo sin experimentar flujos positivos de un modo continuado.

¹⁶ El análisis se basa en encuestas sobre las condiciones de crédito: Estados Unidos (*Senior loan officer opinion survey on bank lending practices. Credit standards applied to large and medium firms*); zona del euro (*The Euro Area bank lending survey. Credit standards applied to large firms*); Reino Unido (*Credit conditions survey. Credit standards applied to firms*), y Japón (*Senior loan officer opinion survey on bank lending practices at large Japanese banks. Credit standards applied to large firms*).

¹⁷ Encuestas referentes a la demanda de crédito: Estados Unidos (*Senior loan officer opinion survey on bank lending practices. Demand by large and medium firms*); zona del euro (*The Euro Area bank lending survey. Demand by large firms*); Reino Unido (*Credit conditions survey. Demand by large private non-financial corporations or PNFs*), y Japón (*Senior loan officer opinion survey on bank lending practices at large Japanese banks. Demand by large firms*).

No obstante, existen factores que podrían desencadenar una reversión de esta situación, creando un entorno de menor apetito por el riesgo y dificultando, especialmente, la financiación de los segmentos más arriesgados o vulnerables de los mercados. El sentimiento de los mercados podría cambiar si se incrementase la incertidumbre política, en un año repleto de elecciones en los países europeos. Adicionalmente, las propuestas de la nueva Administración americana podrían afectar a los mercados, en el caso de que la implementación de las medidas de estímulo quede por debajo de lo anticipado. En este sentido, cabe destacar que algunas medidas, como la reforma fiscal, podrían tener consecuencias en las decisiones de financiación de las empresas y afectar a la actividad de los mercados de deuda y de renta variable. En cualquier caso, la ralentización del ritmo de consolidación fiscal de los países, fruto de un cambio en la combinación de la orientación de políticas monetarias y fiscales, y el hecho de que algunos Gobiernos pudieran volver a realizar emisiones netas positivas en un horizonte no muy lejano podrían tener implicaciones relevantes, que alcanzasen a otros mercados, dado el tamaño y la importancia de estos mercados para las carteras de los inversores.

En el caso de los países emergentes, destaca la importancia que puede tener la evolución de los mercados cambiarios, si se tiene en cuenta la dependencia de algunos países respecto de la financiación exterior. En este sentido, además de la vulnerabilidad ante situaciones de incertidumbre, cabe destacar la importancia que tiene para muchos países el ritmo al que se produzca la normalización del tono de la política monetaria en Estados Unidos.

23.2.2017.

BIBLIOGRAFÍA

- AVDJIEV, S., W. DU, C. KOCH y H. S. SHIN (2016). *The dollar, bank leverage and the deviation from covered interest parity*, BIS Working Papers n.º 592, noviembre.
- NAKASO, H. (2017). *Monetary Policy Divergence and Global Financial Stability: From the Perspective of Demand and Supply of Safe Assets*, discurso de la reunión de la International Bankers Association of Japan, 20 de enero.
- ROMO GONZÁLEZ, L. (2016). *The drivers of European banks' US dollar debt issuance: Opportunistic funding in times of crisis?*, Documentos de Trabajo, n.º 1611, Banco de España.
- SAEK, S., y Y. SEKI (2016). *Strong Job Market Will Underpin Low Default Rates*, Moodys, Structured Finance.
- SHEETS, A., P. NARAPARAJU, S. TANG, L. WANTING y E. VOLYNSKY (2016). *2017 DM Supply Outlook, Global*, Morgan Stanley.

En el quinto apartado de este artículo se presenta la evolución de la financiación neta al sector privado corporativo para tres áreas: zona del euro, Estados Unidos y el Reino Unido. La variable utilizada para caracterizar esta financiación neta combina diversas fuentes, que incluyen el crédito bancario doméstico, el crédito bancario transfronterizo y la financiación neta obtenida en los mercados de capitales. Cabe destacar que otras medidas de financiación al sector privado, como las provenientes de las Cuentas Financieras, pese a ser más detalladas, pueden presentar más problemas de comparabilidad entre regiones y son publicadas con mayor retraso.

En este recuadro se analiza la medida de financiación neta utilizada en el artículo respecto a la información proveniente de las Cuentas Financieras, explicando sus diferencias y proporcionando una idea clara sobre los sesgos que unas medidas u otras pueden introducir. En primer lugar se analizan las medidas sobre la financiación neta vía emisiones de bonos en mercados de capitales, y posteriormente se presenta el estudio de la financiación neta bancaria.

Emisiones netas de bonos del sector corporativo privado no financiero

La variable utilizada en el artículo para medir las emisiones netas de bonos tiene como fuente Dealogic, la misma que la empleada

en el resto del artículo para la obtención de emisiones brutas, e incluye emisiones de bonos en los mercados domésticos e internacionales por parte del sector no financiero de un país, excluyendo el sector público. Cubre únicamente aquellas colocaciones con un plazo de emisión superior al año y medio. Las emisiones netas se construyen a partir de las emisiones brutas sustrayendo los vencimientos teóricos, de acuerdo con el plazo de emisión original. En cuanto a la asignación geográfica, se emplea el criterio de nacionalidad a la hora de clasificar las emisiones, lo que implica que todas las emisiones de filiales de empresas matriz domiciliadas en las áreas de estudio están incluidas. Por otro lado, las emisiones de filiales domiciliadas en las áreas de estudio, pero cuya matriz está fuera de estas, no se incluyen.

Esta forma de cálculo difiere de las utilizadas por fuentes oficiales, como las que presentan las Cuentas Financieras. Así, en estas estadísticas sí se tienen en cuenta las emisiones a plazos inferiores al año y se suele emplear el criterio de residencia (excluyendo, por tanto, las emisiones de empresas de un país realizadas a través de sus filiales en el extranjero). Estos indicadores, que suelen publicarse con un retraso de varios trimestres, presentan, por otro lado, ciertas diferencias metodológicas entre países, que dificultan su comparación. Así, en el caso de la zona del euro y el Reino Unido, se utiliza el valor de mercado de los valores de deuda,

Gráfico 1
TOTAL AGREGADO



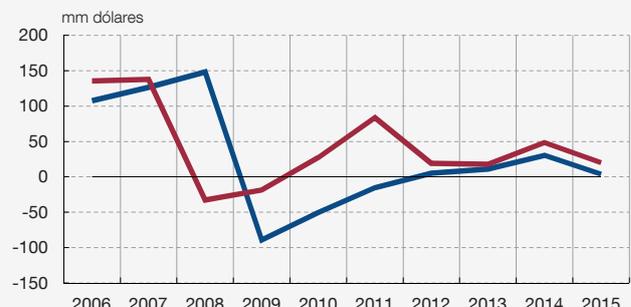
Gráfico 2
ESTADOS UNIDOS



Gráfico 3
ZONA DEL EURO



Gráfico 4
REINO UNIDO



— Cuentas Financieras — Medida Propia

FUENTES: EuroStat, Reserva Federal, Office for National Statistics y Banco de Pagos Internacionales.

mientras que en Estados Unidos se utiliza el valor nominal (al igual que en los datos provenientes de Dealogic). En cuanto a los flujos, en el caso de Estados Unidos simplemente representan el cambio en el *stock*, mientras que en la zona del euro y el Reino Unido la serie se describe como «transferencias financieras», que no incluirían los efectos de revaluación y otros cambios en el volumen¹.

Préstamos al sector corporativo privado no financiero

El cálculo de la financiación neta por medio de préstamos se va a aproximar utilizando la información del balance agregado de las instituciones de crédito domésticas publicado por los bancos centrales². El principal sesgo que se introduce al utilizar esta variable es que aquellos préstamos no originados en el sector doméstico financiero no se contabilizarán, algo que no sucede con la información de las Cuentas Financieras que cubre el volumen de préstamos totales. Así, las Cuentas Financieras proporcionan información sobre préstamos entre empresas y préstamos provenientes del resto del mundo. En todo caso, este segundo problema se puede reducir, en parte, al incluir el crédito bancario transfronterizo que se obtiene de las estadísticas del Banco de Pagos Internacionales. Este crédito se define como la financiación concedida por bancos no residentes al sector no bancario de un país. Se mide empleando la variación ajustada por tipo de cambio en el *stock* de crédito transfronterizo de los bancos que reportan al Banco de Pagos Internacionales frente a todos los residentes en una jurisdicción, excluyendo el sector bancario³.

Al igual que en el caso de la información sobre los valores de deuda, existen diferencias metodológicas en las Cuentas Financieras entre las diferentes áreas. En el caso de la zona del euro y el Reino Unido, los flujos calculados con las Cuentas Financieras tienen en cuenta los efectos valoración, como los debidos a impagos, y otros cambios. Sin embargo, en Estados Unidos, los efectos valoración de los impagos no se tienen en cuenta.

Este problema se presenta también en la información del balance agregado de las instituciones de crédito domésticas, ya que la información sobre Estados Unidos trata los impagos como flujos de crédito, y la del Reino Unido y la zona del euro, no. En general, la información de balance de las instituciones de crédito domésticas tiene un tratamiento semejante al de las Cuentas Financieras, ya que estas últimas se nutren de esa información como una de sus fuentes⁴.

Los siguientes gráficos comparan la financiación neta al sector corporativo privado no financiero utilizando las Cuentas Financieras frente a la medida propia propuesta en este artículo. Como se puede observar, el agregado total muestra una evolución muy parecida entre ambas variables. Por áreas, el comportamiento es también muy semejante, siendo Estados Unidos donde la medida que construimos se acerca más a la información de las Cuentas Financieras. Esta comparación muestra la utilidad de la medida propuesta como un indicador adelantado sobre la evolución de la financiación neta reflejada en las Cuentas Financieras.

1 En el caso de Estados Unidos, puesto que se utiliza el valor nominal de los valores de deuda, los efectos de revaluación no tendrían ningún peso. Sí lo tendrían los otros cambios, que incluyen principalmente discontinuidades estadísticas.

2 Para Estados Unidos se utiliza el H.8 «Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States» (Reserva Federal); para el Reino Unido, «M4-MFI Credit to the private non financial sector» (Banco de Inglaterra), y, para la zona euro, «MFI Credit to the private non-financial sector» (BCE).

3 Dentro del sector no bancario puede estar incluida, eventualmente, la financiación al Gobierno y a instituciones financieras no bancarias. La evidencia agregada sugiere que el crédito bancario transfronterizo al Gobierno es reducido, y que el volumen de la financiación a instituciones financieras no bancarias puede tener mayor importancia.

4 Existe alguna pequeña excepción. Así, por ejemplo, en la zona del euro los intereses devengados pero no pagados se incluyen como incremento en préstamos en las Cuentas Financieras, mientras que en las hojas de balance de las instituciones de crédito domésticas se clasifican como activos residuales.