

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

Introducción

A raíz de la crisis financiera, se ha producido un deterioro de la capacidad de financiación del sector privado en la mayoría de las economías desarrolladas. Este empeoramiento ha coincidido con una necesidad de desapalancamiento gradual de las entidades bancarias de numerosos países, que ha influido en las condiciones de acceso al crédito de los agentes y, en particular, de las sociedades no financieras (SNF). En este entorno, la capacidad de los diferentes sectores para financiarse en los mercados de capitales, mediante la emisión de títulos de deuda o de renta variable, es esencial para determinar el ritmo y la forma de salida de la crisis financiera. En otra perspectiva, en 2012 se ha producido una evolución muy heterogénea de los volúmenes emitidos según el país o el instrumento. En los períodos de mayor aversión al riesgo se han colocado principalmente emisiones consideradas como seguras; por el contrario, en períodos de mayor apetito por el riesgo, los inversores han optado por una estrategia de búsqueda de rentabilidades, alimentada por el contexto de bajos tipos de interés.

Este artículo describe los principales rasgos de las emisiones en los mercados internacionales de las economías desarrolladas en 2012, principalmente en instrumentos de renta fija, aunque también se analizará brevemente la actividad emisora de las economías emergentes. Dadas las peculiaridades de los distintos segmentos, se caracterizará la actividad por sectores—principalmente el sector público, las SNF y los bancos—. Además, se estudiarán los desarrollos en mercados alternativos a la emisión en renta fija, como la renta variable, los préstamos sindicados o los mercados financieros estructurados, dada su relevancia para la financiación del sector privado. El análisis se basa en datos obtenidos de Dealogic y se consideran únicamente emisiones a un plazo mayor o igual a un año y medio¹.

Principales características de las emisiones internacionales de deuda en 2012

En 2012 las emisiones en renta fija superaron ligeramente las de 2011 (véase cuadro 1). No obstante, su evolución a lo largo del año fue desigual, ya que estuvo marcada por las fluctuaciones de la aversión al riesgo. Así, tras un comienzo de año relativamente activo y una desaceleración significativa de las emisiones en el segundo trimestre, la actividad emisora en la segunda parte del año adquirió un notable dinamismo, favorecido por la reducción de la probabilidad asignada por los mercados a la materialización de riesgos de cola —particularmente los vinculados con la crisis en la zona del euro—. En este contexto, la abundancia de liquidez global y los reducidos tipos de interés existentes en los principales países desarrollados incentivaron la búsqueda de rentabilidades (*search for yield*) por parte de los inversores, que se orientaron fundamentalmente hacia las emisiones de instrumentos de renta fija. Además, el mantenimiento e, incluso, la intensificación de las políticas monetarias expansivas alimentaron las expectativas de continuidad del escenario de tipos bajos por un período prolongado, y reforzaron adicionalmente las dinámicas asociadas a la búsqueda de rentabilidades. De hecho, la disociación percibida en el segundo semestre del año entre la evolución económica y la financiera ilustra ese mensaje,

¹ Cabe señalar que el análisis de la financiación a plazos más cortos es muy relevante en el ámbito de la liquidez. Por otro lado, en el análisis gráfico de este artículo únicamente se considera la deuda no titulizada. Esta se analiza por separado en la sección correspondiente.

EMISIONES EN MERCADOS DE DEUDA DE LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DESARROLLADAS

CUADRO 1

mm de dólares

| | 2011 | 2012 | Tasa interanual 2012 | 2012 | | | |
|---|--------------|--------------|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | | I TR | II TR | III TR | IV TR |
| BONOS TOTALES (a) | 9.285 | 9.597 | 3 % | 2.965 | 2.095 | 2.391 | 2.147 |
| Bonos totales por país | | | | | | | |
| Estados Unidos | 3.677 | 3.879 | 5 % | 1.061 | 824 | 1.047 | 946 |
| Zona del euro | 2.670 | 2.589 | -3 % | 988 | 555 | 564 | 482 |
| Reino Unido | 459 | 464 | 1 % | 165 | 104 | 106 | 89 |
| Japón | 1.716 | 1.818 | 6 % | 454 | 438 | 473 | 453 |
| Otros | 763 | 847 | 11 % | 297 | 174 | 199 | 177 |
| BONOS TOTALES POR SECTOR/INSTRUMENTO | | | | | | | |
| Sector público | | | | | | | |
| Estados Unidos | 2.773 | 2.657 | -4 % | 746 | 557 | 729 | 626 |
| Zona del euro | 1.709 | 1.671 | -2 % | 629 | 369 | 363 | 310 |
| Reino Unido | 258 | 261 | 1 % | 76 | 64 | 73 | 48 |
| Japón | 1.593 | 1.675 | 5 % | 413 | 413 | 431 | 418 |
| Otros | 322 | 305 | -5 % | 81 | 79 | 64 | 80 |
| TOTAL | 6.655 | 6.569 | -1 % | 1.945 | 1.481 | 1.660 | 1.482 |
| Sociedades no financieras | | | | | | | |
| Estados Unidos | 510 | 697 | 37 % | 159 | 152 | 173 | 213 |
| Zona del euro | 212 | 316 | 49 % | 104 | 55 | 82 | 74 |
| Reino Unido | 62 | 106 | 70 % | 34 | 26 | 24 | 22 |
| Japón | 71 | 85 | 21 % | 20 | 15 | 28 | 22 |
| Otros | 103 | 161 | 56 % | 46 | 32 | 41 | 42 |
| TOTAL | 959 | 1.365 | 42 % | 362 | 280 | 349 | 374 |
| Sector bancario | | | | | | | |
| Estados Unidos | 314 | 380 | 21 % | 116 | 89 | 103 | 72 |
| Zona del euro | 732 | 570 | -22 % | 245 | 127 | 111 | 87 |
| Reino Unido | 119 | 78 | -35 % | 51 | 10 | 6 | 11 |
| Japón | 43 | 45 | 3 % | 17 | 9 | 11 | 9 |
| Otros | 294 | 340 | 15 % | 157 | 53 | 86 | 44 |
| TOTAL | 1.503 | 1.412 | -6 % | 587 | 287 | 315 | 223 |
| Otras instituciones financieras | | | | | | | |
| Estados Unidos | 80 | 145 | 81 % | 40 | 26 | 43 | 36 |
| Zona del euro | 17 | 32 | 92 % | 9 | 4 | 8 | 11 |
| Reino Unido | 20 | 20 | 2 % | 5 | 4 | 3 | 8 |
| Japón | 9 | 12 | 36 % | 4 | 2 | 3 | 4 |
| Otros | 43 | 42 | -3 % | 12 | 10 | 9 | 10 |
| TOTAL | 169 | 252 | 49 % | 71 | 47 | 66 | 68 |
| Bonos garantizados (b) | | | | | | | |
| Zona del euro | 349 | 237 | -32 % | 105 | 72 | 35 | 26 |
| Otros | 165 | 167 | 2 % | 100 | 25 | 27 | 16 |
| TOTAL | 513 | 404 | -21 % | 205 | 97 | 62 | 41 |
| Bonos de alto riesgo | | | | | | | |
| Estados Unidos | 183 | 284 | 55 % | 76 | 43 | 83 | 82 |
| Zona del euro | 42 | 44 | 6 % | 18 | 7 | 11 | 9 |
| Reino Unido | 15 | 22 | 49 % | 6 | 4 | 4 | 8 |
| Japón | 1 | 0 | -100 % | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros | 26 | 39 | 47 % | 11 | 4 | 13 | 11 |
| TOTAL | 267 | 389 | 46 % | 111 | 58 | 111 | 109 |

FUENTE: Dealogic.

a Totales estimados.

b Se incluyen los bonos garantizados emitidos por todas las entidades, por lo que la base emisora es más amplia que el sector bancario.

en la medida en que, a pesar de la rebaja de las perspectivas macroeconómicas, los mercados primarios de deuda se dinamizaron.

Cronológicamente, a principios de 2012 la actividad se vio favorecida por el impacto positivo que supusieron las dos subastas LTRO (del inglés *Long-Term Refinancing Operations*) a tres años del BCE, cuyo impacto empezó a sentirse ya en diciembre de 2011, tras la primera subasta, y se prolongó hasta la segunda subasta, en febrero de 2012. Las emisiones se ralentizaron entre marzo y julio de 2012, una vez que el efecto de las inyecciones de liquidez a largo plazo fue agotándose y las perspectivas de crecimiento global empeoraron. Las sucesivas revisiones a la baja de las previsiones de diversos organismos multilaterales reflejaron un desempeño macroeconómico inferior al esperado —no solo en el área del euro, sino también en otras economías clave, como Estados Unidos, China o Brasil— y contribuyeron a la ralentización mencionada anteriormente.

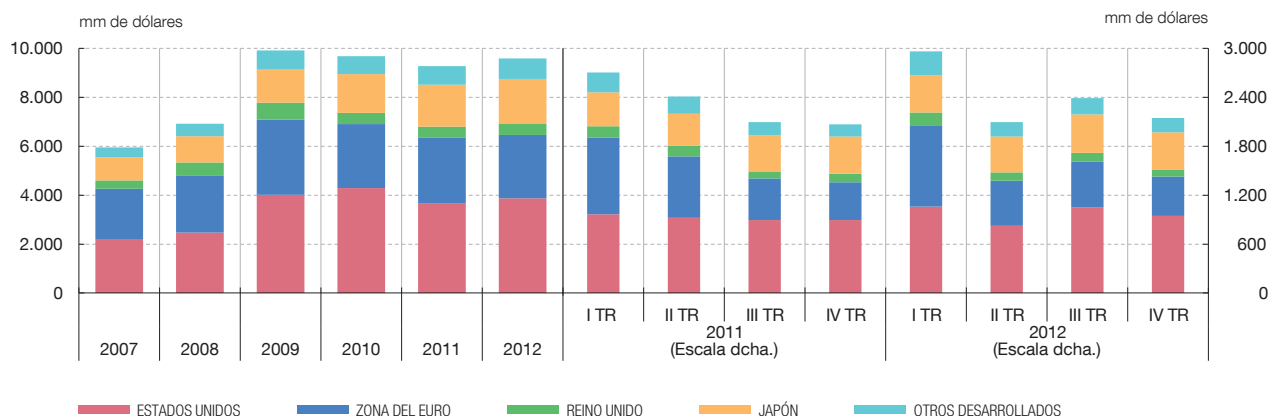
La segunda parte del año fue mucho más favorable para la actividad emisora. El discurso del presidente del BCE de finales de julio, en el que despejaba las dudas sobre el apoyo efectivo que dicha institución está dispuesta a proporcionar en la resolución de la crisis europea, sumado a otras iniciativas anunciadas por las autoridades nacionales y europeas y al acuerdo sobre Grecia, marcó un punto de inflexión. Desde ese momento, el apetito por el riesgo en los mercados globales aumentó, y se fue consolidando a medida que las diferentes medidas se iban concretando por parte del Eurogrupo y del BCE. Este último anunció en agosto su programa de Operaciones Monetarias de Compraventa —OMT, por sus siglas en inglés—, cuyas características fue especificando posteriormente². Asimismo, los avances alcanzados en la última parte del año sobre la implantación del supervisor único europeo fueron recibidos muy positivamente por los inversores internacionales, que percibían una dirección adecuada en las medidas adoptadas en el ámbito europeo, lo que redujo la percepción de riesgos de cola. No obstante, y ya fuera de la zona del euro, las negociaciones para alcanzar un acuerdo que evitara una fuerte contracción fiscal programada en Estados Unidos para principios de 2013 (el conocido como «precipicio fiscal» o *fiscal cliff*) incidieron negativamente en las emisiones de diciembre, sin que el acuerdo alcanzado en los primeros días de enero de este año haya disipado completamente la incertidumbre en los mercados.

El comportamiento de las emisiones fue diferente por sectores y por países. Así, el segmento que más destacó por el vigor de su crecimiento en 2012 fue el de la deuda corporativa, especialmente en bonos de alto rendimiento (*high-yield*), mientras que, por países, las economías emergentes mostraron un mayor dinamismo en sus emisiones de deuda, tanto soberana como privada. Esta discriminación por segmentos y países tiene un claro origen en la búsqueda de rentabilidades por parte de los inversores internacionales, especialmente en la segunda mitad del año, que ha favorecido a segmentos clasificados como de riesgo elevado —como, por ejemplo, la deuda en bonos de alto rendimiento—, en detrimento de activos considerados tradicionalmente como seguros.

RECUPERACIÓN DE LAS
EMISIONES DE ECONOMÍAS
DESARROLLADAS Y FUERTE
DINAMISMO DE LAS DE
ECONOMÍAS EMERGENTES

En 2012, el total de emisiones de las economías desarrolladas en renta fija aumentó un 3 %, hasta alcanzar los 9,597 mm de dólares (véase gráfico 1, que ilustra la evolución desde 2007 y el perfil trimestral). Por países, este incremento fue prácticamente generalizado, siendo Japón y Estados Unidos las economías más activas, mientras que en la zona del euro disminuyeron ligeramente. No obstante, la evolución durante el año fue desigual.

² Según el programa OMT, el BCE podrá comprar deuda soberana de países con dificultades en los mercados secundarios, a cambio de una estricta condicionalidad.



FUENTE: Dealogic.

Así, en términos interanuales, se observa un retroceso de emisiones en el segundo trimestre, en parte por el agotamiento del efecto favorable de las LTRO en la zona del euro. Por el contrario, el trimestre más dinámico fue el tercero (14 % ia), en línea con la buena respuesta de los inversores a los desarrollos en Europa en un contexto de creciente apetito por el riesgo. Por su parte, la mayor proporción de emisiones de 2012 volvió a concentrarse en Estados Unidos (40 % del total), seguida del área del euro (27 %), Japón (19 %) y el Reino Unido (5 %). El cuadro 1 presenta los volúmenes totales emitidos, así como su desagregación por país y por sector.

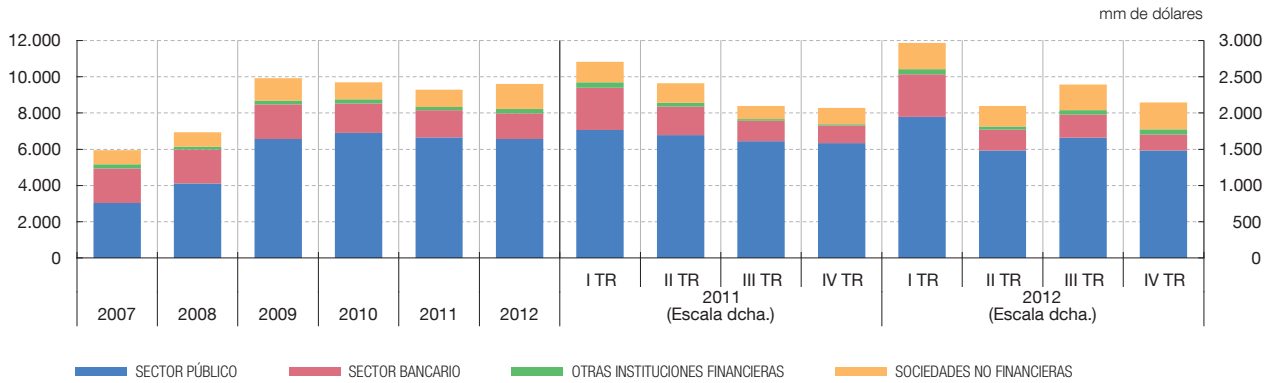
Por sectores, el sector público se mantuvo como el mayor emisor de deuda en las economías desarrolladas (68 % del volumen total), con unas emisiones próximas a las de 2011, siendo Japón el país desarrollado donde más aumentaron (un 5 %). Este marcado predominio del sector público viene repitiéndose desde el inicio de la crisis. En cuanto a los bancos, el volumen emitido en los mercados internacionales disminuyó respecto al de 2011. Este hecho podría ser resultado, por un lado, de unas menores necesidades de financiación de la banca en el actual proceso de desapalancamiento de sus balances y, por otro lado, de la persistencia de dificultades para financiarse, dados sus mayores costes. Por su parte, el sector que en 2012 destacó por su crecimiento por encima del resto fue el de la deuda de las SNF, que aumentó un 42 % respecto a 2011, alcanzando los 1,365 mm de dólares. Finalmente, la categoría de «otras instituciones financieras», que incluye los SPV (del inglés *Special Purpose Vehicle*), así como el resto de financiación del sector privado, también mostró un importante aumento³. El gráfico 2 muestra la evolución anual y trimestral de las emisiones en los mercados de los países desarrollados por sector.

En las economías emergentes el dinamismo fue incluso mayor que en las desarrolladas. Así, en 2012 sus emisiones aumentaron en un 52 % respecto a las de 2011, hasta alcanzar los 418 mm de dólares (véase panel derecho del gráfico 3). Esta cifra, todavía muy inferior al volumen total de las economías desarrolladas, supera su máximo histórico anual registrado en 2010 en más de 130 mm de dólares. Por región, en 2012 las mayores colocaciones se produjeron en Asia, con más de 140 mm dólares. En América Latina estas crecieron

³ Los SPV (por sus siglas en inglés) son sociedades instrumentales; véase Criado y Van Rixtel (2008) para un mayor detalle acerca del funcionamiento de estos instrumentos. Dentro del resto de financiación del sector privado, Dealogic incluye las aseguradoras, las compañías de *leasing*, las empresas de tarjetas de crédito y las compañías de *private equity*.

EMISIÓN BRUTA DE BONOS DE PAÍSES DESARROLLADOS POR SECTOR EMISOR

GRÁFICO 2

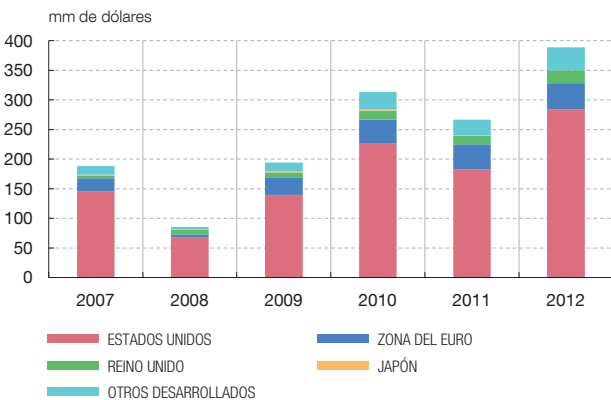


FUENTE: Dealogic.

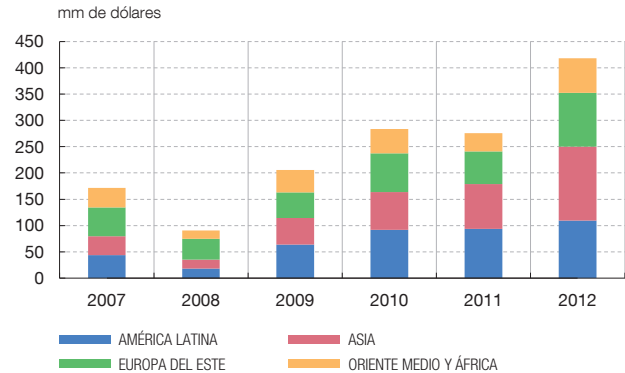
EMISIÓN BRUTA DE BONOS DE ECONOMÍAS EMERGENTES Y DE ALTO RENDIMIENTO (HIGH-YIELD)

GRÁFICO 3

EMISIÓN BRUTA DE BONOS DE ALTO RENDIMIENTO DE PAÍSES DESARROLLADOS POR PAÍS O REGIÓN EMISORES



EMISIÓN BRUTA DE BONOS DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES EN MERCADOS INTERNACIONALES

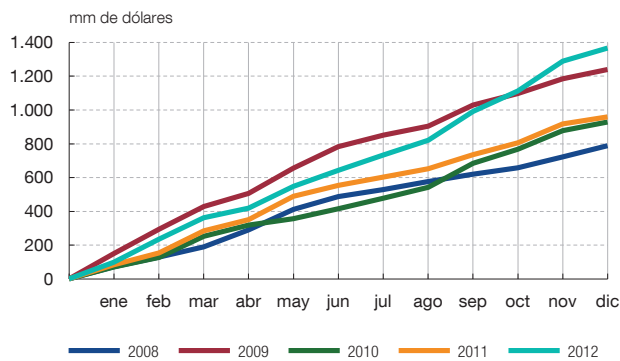


FUENTE: Dealogic.

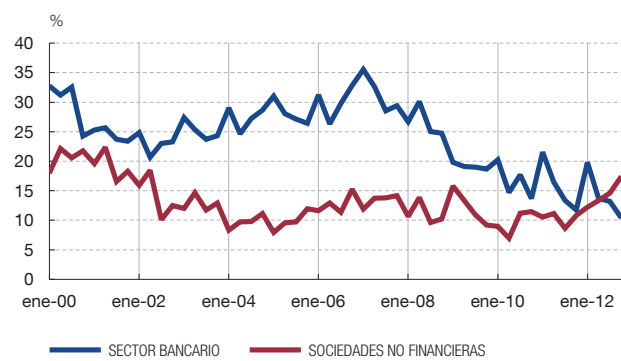
a un ritmo menor, especialmente en la última parte del año, si bien el vigor de las emisiones durante el primer trimestre de 2012 permitió a empresas y soberanos prefinanciar en buenas condiciones las necesidades de todo el año. Por sectores, los bancos —especialmente los asiáticos— fueron las empresas más beneficiadas por la búsqueda de rentabilidades, especialmente en el segundo semestre del año, copando el 26 % del total emitido en los países emergentes. Por *rating*, y a diferencia de las economías desarrolladas, esta recuperación se apoyó en las empresas mejor calificadas. De hecho, el *rating* medio de las operaciones en 2012 se situó en BBB+, es decir, un escalón por encima del promedio de 2011. Por denominación de la deuda, se produjo cierta ralentización en las emisiones en moneda local en relación con las denominadas en moneda extranjera, particularmente en dólares, de modo que pasaron de representar un 12 % del total en 2011 al 8 % en 2012⁴. Entre los mercados en moneda local, destaca el desarrollo del mercado *offshore* en renminbi, también conocido como «mercado *dim sum*». Tras cierta ralentización

4 El análisis de las emisiones en moneda local en las economías emergentes es relevante ya que una elevada exposición al tipo de cambio extranjero en la composición de la deuda puede empeorar rápidamente la posición del sostenibilidad en períodos de turbulencia financiera, en los que se producen problemas de acceso a los mercados externos y movimientos bruscos en los mercados cambiarios y de deuda. Véase, para más detalles, Acevedo *et al.* (2007).

EMISIONES ACUMULADAS ANUALES DE LAS SNF



PORCENTAJE TOTAL EMITIDO POR LAS SNF Y EL SECTOR BANCARIO RESPECTO AL TOTAL



FUENTE: Dealogic.

en el segundo trimestre por la reversión de las expectativas de apreciación de la moneda china, en la segunda parte de 2012 se reanudaron con fuerza estas emisiones una vez que el renminbi volvió a depreciarse.

FORTALEZA DE LAS EMISIONES DE BONOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS (SNF)

La actividad emisora de las SNF fue particularmente destacable. De hecho, el total emitido el pasado año por las SNF de las economías desarrolladas representa el máximo histórico de la serie (véase panel izquierdo del gráfico 4). Además, en 2012, por primera vez desde que Dealogic registra estos datos, las emisiones mundiales de deuda de las SNF superaron el volumen emitido por los bancos (véase panel derecho del gráfico 4)⁵. Este vigor fue generalizado por regiones, si bien destacó en el Reino Unido y en la zona del euro, donde aumentaron un 70 % y un 50 %, respectivamente, respecto a 2011. Por su parte, en Estados Unidos se incrementaron en un 37 %.

La evolución favorable de la renta fija corporativa se explica, por el lado de los demandantes de bonos, por la percepción de menores riesgos de cola sobre la economía global, que reforzó la búsqueda de rentabilidades, tal y como sugiere el hecho de que la mayor actividad se produjera en la segunda mitad de 2012. Además, por el lado de la oferta de bonos, las SNF buscaron fuentes alternativas al crédito bancario, ante las condiciones restrictivas de acceso a este. Esta tendencia en la financiación vía mercados de las SNF profundiza la desintermediación bancaria en aquellos países donde ya se venía produciendo con anterioridad a la crisis, como en Estados Unidos, con un modelo más dependiente de la captación de recursos vía mercados (véase recuadro 1).

En cuanto a la composición de las emisiones en renta fija corporativa, en 2012 las economías desarrolladas han aumentado la proporción de emisiones de alto rendimiento (*high-yield*), en detrimento de las de grado de inversión (*investment grade*). Estas aumentaron un 46 % respecto a 2011, alcanzando los 389 mm de dólares (como muestra el panel izquierdo del gráfico 3), por lo que han supuesto un 22 % de las emisiones totales de las SNF. Los elevados diferenciales de estos instrumentos con respecto a la deuda corporativa AAA —que en muchos casos es cercana a la propia deuda pública considerada como activo seguro— han propiciado su auge (el panel izquierdo del gráfico 5 ilustra este aspecto para Estados Unidos).

⁵ Cabe matizar que las emisiones de bancos que estamos considerando incluyen las retenidas y, por tanto, no colocadas en el mercado; de haberse excluido, la deuda emitida por SNF hubiera superado a la de los bancos con anterioridad.

Antes del inicio de la crisis, buena parte de las economías desarrolladas estaban inmersas en un proceso gradual de desintermediación bancaria en la financiación de las sociedades no financieras (SNF), a favor de la financiación mediante los mercados de capitales, en particular mediante emisiones de renta fija y variable. El auge de la actividad de los intermediarios financieros no regulados (*shadow banking*, en inglés) y de la innovación financiera, con el fuerte desarrollo de los mercados de titulaciones, también contribuyeron a reducir la importancia relativa de la financiación bancaria a nivel global. No obstante, este proceso de desintermediación no fue uniforme por países y regiones, dadas las profundas diferencias estructurales de sus sistemas financieros. Así, por ejemplo, la financiación de las SNF de la zona del euro ha estado tradicionalmente más vinculada al crédito bancario que en otros países, en parte debido al mayor peso de las pequeñas y medianas empresas, con una menor capacidad de acceso a los mercados de capitales¹. Por el contrario, en Estados Unidos el predominio de los mercados de capitales en la financiación de las empresas refleja el profundo proceso de desintermediación que se viene produciendo en este país desde hace décadas [véase BCE (2009 y 2012)].

La actual crisis ha impuesto cambios en estas estructuras de financiación de las empresas, en un contexto de gradual desapalancamiento del sector privado. Por el lado de la demanda de crédito, las necesidades de financiación se han reducido. Además, por el lado de la oferta, se han producido, particularmente en algunos segmentos, restricciones en el acceso a la financiación, sobre todo en las fases más agudas de la crisis.

A continuación se analizará en más detalle el caso de Estados Unidos, dado el elevado grado de acceso a los mercados de capitales de sus SNF. En este país, la evolución del crédito bancario a las empresas ha estado determinada recientemente por la contracción de la demanda y por la relajación de las condiciones crediticias en los últimos dos años, lo que ha permitido un moderado crecimiento del crédito a SNF tras las caídas de 2009 y 2010. No obstante, este no ha sido suficiente para atender las necesidades de las empresas, dado el actual patrón de recuperación de la inversión en Estados

Unidos. El resultado de este proceso ha sido la sustitución del crédito bancario por fuentes de financiación alternativas. Dado el menor número de vías de financiación disponibles ante la debilidad de las titulaciones, se ha tendido hacia una diversificación que favorecía la financiación vía mercados, en particular mediante emisiones en deuda o renta variable.

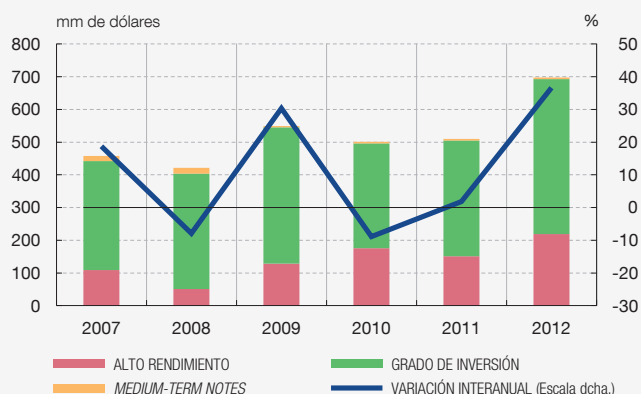
El gráfico 1 muestra las emisiones anuales en deuda de las SNF en Estados Unidos, mientras que el gráfico 2 presenta los préstamos sindicados que han obtenido. El seguimiento de este tipo de préstamos, aunque únicamente representen en torno al 18 % de la financiación total de las SNF [Brei y Gadanez (2012)] y sean adquiridos fundamentalmente por grandes empresas, es útil para aproximar el perfil de su acceso al crédito bancario. Ambos gráficos ilustran cierta sustitución del crédito bancario por financiación a través de los mercados en el último año, ya que los préstamos sindicados han descendido, al tiempo que las emisiones en renta fija han aumentado. Este ejercicio gráfico, aunque incompleto, sugiere la idea de mayor uso de los mercados de capitales en detrimento de la financiación bancaria, al menos para el caso de las grandes empresas.

Esta evidencia parece apuntar hacia una vuelta de la desintermediación bancaria en economías como Estados Unidos, donde esta tendencia se venía produciendo con anterioridad a la crisis. Además, este proceso también está propiciando la aparición de mecanismos innovadores de financiación, aprovechando las tecnologías de la información. En relación con la estabilidad financiera, esta diversificación de fuentes de financiación con un mayor peso de los mercados de capital tiene un efecto positivo, ya que incrementa la solidez de las condiciones de financiación de las empresas en un entorno adverso, caracterizado por la propensión al desapalancamiento del sector bancario.

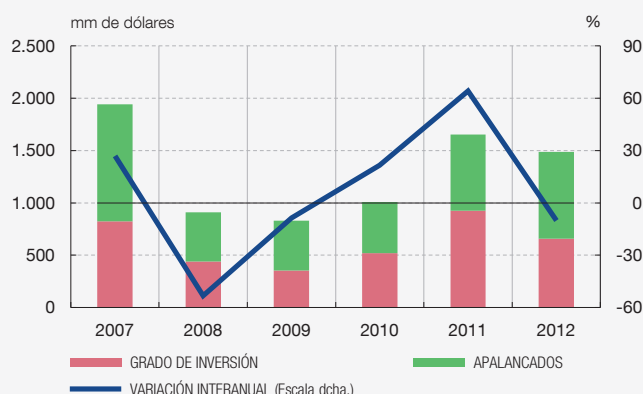
1 En 2011, la financiación de las SNF mediante crédito bancario en el conjunto de la zona del euro fue del 48 %, mientras que en Estados Unidos fue del 7,7 %. Por el contrario, la emisión de bonos representó el 9,4 % de la financiación en el área del euro y un 63,3 % en Estados Unidos (según datos del Banco Central Europeo y la Reserva Federal).

FINANCIACIÓN DE LAS SNF MEDIANTE EMISIÓN DE DEUDA Y PRÉSTAMOS SINDICADOS EN ESTADOS UNIDOS

1 EMISIÓN BRUTA DE BONOS DE SNF

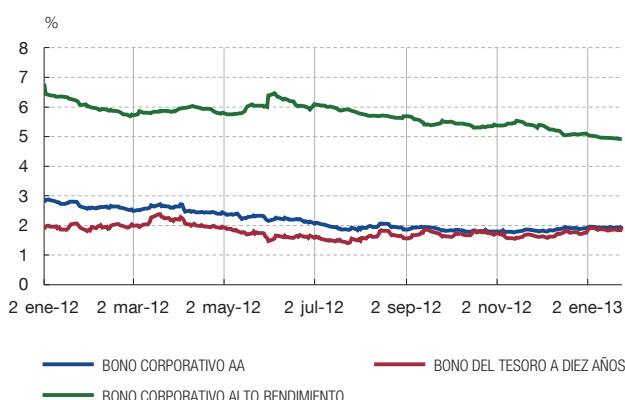


2 PRÉSTAMOS SINDICADOS RECIBIDOS POR LAS SNF

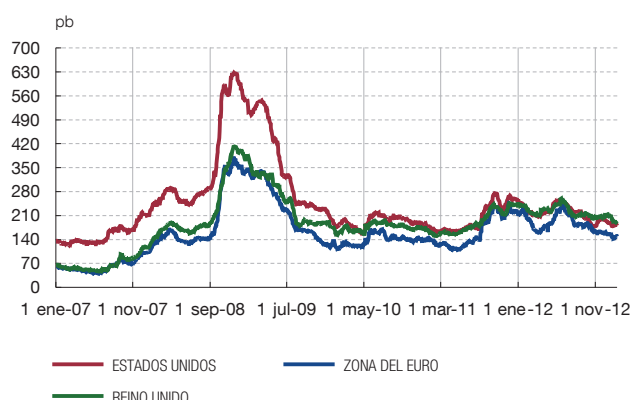


FUENTE: Dealogic.

RENTABILIDADES DE LOS BONOS DE ALTO RENDIMIENTO Y AA FRENTE AL BONO A DIEZ AÑOS EN ESTADOS UNIDOS



BONOS CORPORATIVOS INDUSTRIALES BBB. DIFERENCIALES FRENTE A SWAPS



FUENTE: Datastream.

Por otro lado, el dinamismo de estas emisiones no ha coincidido con una mejoría similar del riesgo de crédito. Este último, medido, por ejemplo, mediante los diferenciales de los bonos corporativos frente al *swap*, no resulta significativamente menor. De hecho, estos indicadores de riesgo de crédito todavía se sitúan por encima de los niveles anteriores a la crisis (véase panel derecho del gráfico 5). Este hecho sugiere que la mejoría de este segmento se ha basado principalmente en criterios de rentabilidad. Finalmente, cabe destacar que el 73 % del total de las emisiones en estos activos de alto rendimiento proceden de Estados Unidos, por lo que su evolución es muy dependiente de los desarrollos en este país.

En todo caso, no todos los aspectos relativos a la financiación de las SNF en 2012 fueron favorables. Por ejemplo, la actividad en fusiones y adquisiciones (M&A) estuvo prácticamente estancada hasta el cuarto trimestre, y solo a raíz de la mejora de las condiciones financieras de las grandes multinacionales al final del año esta se saldó con un volumen emitido similar al de 2011. A los diferentes elementos de incertidumbre que confluyeron durante el año (situación en Europa, incertidumbre ante el *fiscal cliff* o el deterioro de los datos de crecimiento), cabe añadir los cambios regulatorios relativos a la política *antitrust* en Estados Unidos.

ACTIVIDAD EMISORA DE LOS BANCOS: IMPORTANTES DIFERENCIAS POR PAÍSES

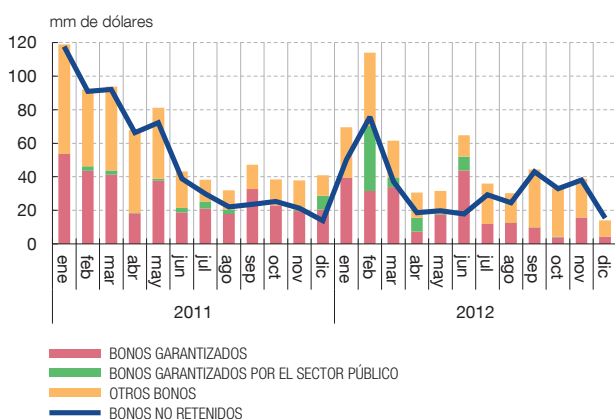
El progresivo desapalancamiento financiero al que se enfrenta el sector privado afecta especialmente a la banca. Este desarrollo está produciendo cambios graduales en la composición del pasivo, tendentes al uso de las fuentes de financiación más estables, como son los bonos, los depósitos de minoristas o las emisiones en renta variable [BIS (2011)].

El volumen emitido por el sector bancario de las economías desarrolladas se redujo en 2012 un 6 % respecto a 2011, alcanzando los 1,412 mm de dólares, aunque hay diferencias importantes por país. Así, mientras que en algunas economías desarrolladas la actividad descendió—especialmente en el Reino Unido y en la zona del euro (–35 % y –22 % respecto a 2011, respectivamente)—, en Estados Unidos aumentó un 21 %, hasta casi 380 mm de dólares (el gráfico 6 muestra las emisiones en Estados Unidos y la zona del euro)⁶.

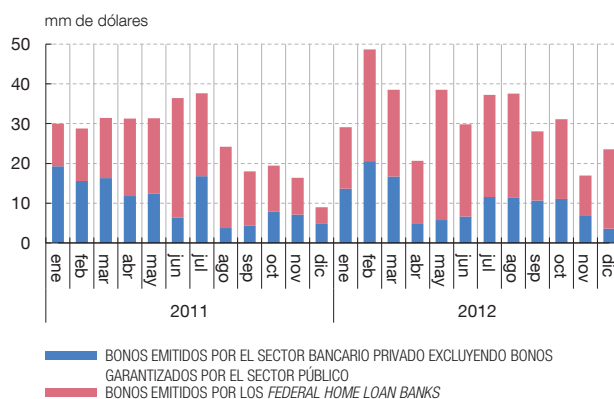
Un aspecto llamativo de 2012 fue la evolución de su composición en términos de deuda no garantizada y garantizada a largo plazo (*covered bonds*, en su denominación en

6 En Estados Unidos se consideran también las emisiones de los *Federal Home Loan Banks*.

EMISIÓN DE BONOS DEL SECTOR BANCARIO DE LA ZONA DEL EURO



EMISIÓN DE BONOS DEL SECTOR BANCARIO DE ESTADOS UNIDOS



FUENTE: Dealogic.

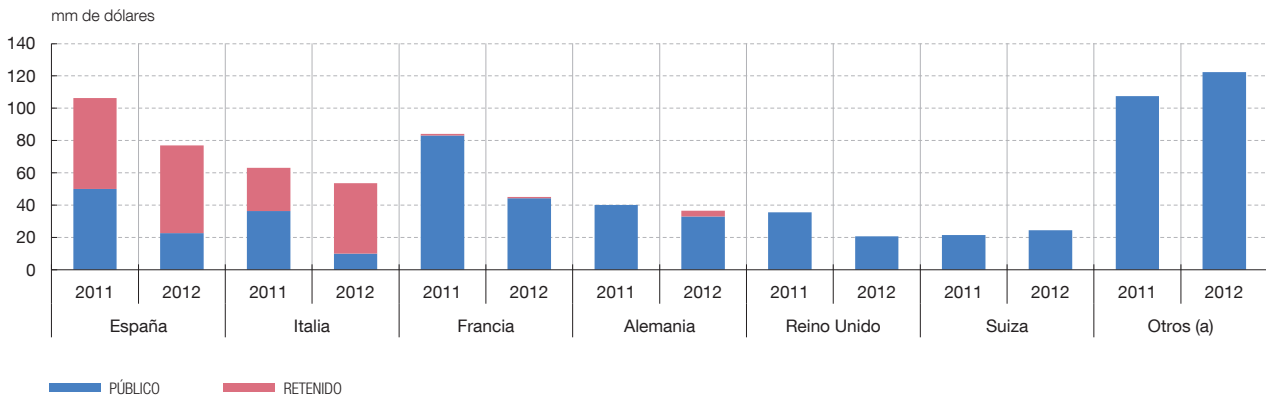
inglés)⁷. Así, en la primera mitad del año, la proporción de emisiones de deuda garantizada superó a la no garantizada, ya que las entidades financieras precisaron recurrir con mayor intensidad a la financiación con colateral. Esta dinámica incrementó el denominado «nivel de *encumbrance*» (proporción de activos comprometidos en garantía en el balance). No obstante, en la segunda parte del año y coincidiendo con un cierto alivio en relación con la crisis de deuda soberana, las emisiones garantizadas perdieron peso en relación con las no garantizadas.

Las emisiones de deuda garantizada en 2012 alcanzaron un total de 404 mm de dólares, es decir, un 21 % menos que en 2011. Al igual que en 2010 y 2011, la mayoría de estas emisiones (74 %) se realizaron en el primer semestre de 2012. No obstante, se produjo una clara dicotomía por regiones. Mientras que en la zona del euro las emisiones tradicionales de deuda garantizada fueron particularmente débiles, la circulada desde países de fuera de la zona del euro presentó máximos (167 mm de dólares) —véase gráfico 7—. Este auge se debe a la incorporación de nuevos emisores y jurisdicciones a este mercado, como, por ejemplo, Australia⁸. Estos instrumentos se vieron beneficiados por una elevada demanda, que se tradujo en una reducción generalizada de sus diferenciales. Además, las dos subastas de LTRO aliviaron las necesidades de financiación de los bancos europeos a lo largo del año. El interés de los inversores en este instrumento radicó, de nuevo, en la búsqueda de rentabilidades, más que en una mejora de la percepción de los fundamentales de los emisores, además de en otros atractivos de la deuda garantizada en el medio plazo derivados de su tratamiento preferencial en Basilea III, así como su menor volatilidad en comparación con otros instrumentos de renta fija.

Por otra parte, la deuda garantizada se puede clasificar en deuda colocada en el mercado y retenida. En cuanto a las emisiones colocadas, las cifras de 2012 marcaron un mínimo desde 2004. Por volumen de deuda garantizada colocada, Australia fue el principal emisor, seguido de Francia y Alemania. En cuanto a la deuda garantizada retenida, utilizada habitualmente como activo de garantía en las operaciones con el Eurosistema, aumentó notablemente y alcanzó su máximo desde 2008 (102 mm de dólares) debido a las emisiones fundamentalmente en Italia y España en el primer semestre del año (véase gráfico 7).

7 Estos instrumentos de renta fija también se denominan *Pfandbrief*, según nomenclatura de la «Documentación general sobre los instrumentos y los procedimientos de la política monetaria del Eurosistema».

8 La legislación australiana se aprobó a finales de 2011 y las emisiones se concentraron en el primer semestre de 2012.



FUENTE: Dealogic.

a En «Otros» se incluyen los países de fuera de la zona del euro excepto el Reino Unido y Suiza.

Actividad en otros mercados

DEBILIDAD DE LA ACTIVIDAD EN RENTA VARIABLE

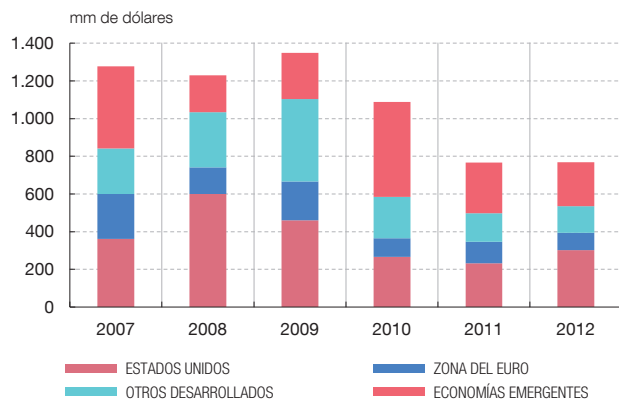
En 2012, las emisiones de renta variable fueron similares a las de 2011, manteniéndose en torno a los niveles mínimos registrados desde 2005. Esta debilidad en el mercado primario de acciones contrasta con las ganancias generalizadas de los índices bursátiles durante el año. El segundo semestre fue más dinámico que el primero, especialmente el mes de septiembre, cuando se produjo la mayor transacción registrada en la historia de Estados Unidos, correspondiente a la aseguradora AIG⁹. Por países, la actividad descendió en la práctica totalidad de las economías, con la notable excepción del Reino Unido y Estados Unidos (véase gráfico 8), país que recuperó el liderazgo perdido desde 2010 frente al conjunto de las economías emergentes. Por el contrario, el volumen agregado de emisiones de acciones estuvo lastrado por la falta de emisiones en Europa, posiblemente ante su debilidad macroeconómica, y Asia. Es decir, en 2012 los inversores parecieron más interesados por los mercados de deuda que por los mercados primarios de renta variable, ya que estos últimos probablemente acusaron en mayor medida la debilidad macroeconómica internacional y el empeoramiento de las perspectivas de beneficios empresariales en Estados Unidos, entre otros factores. No obstante, aunque el incremento de los índices bursátiles no se trasladara en la misma medida a los mercados primarios, sí se observó la cierta recuperación de las salidas a bolsa (*initial public offering* —IPO—) en el cuarto trimestre.

Por sectores, destaca el dinamismo del sector financiero no bancario (nuevamente por el efecto de AIG), que contrasta con la debilidad del sector bancario. En cualquier caso, las SNF continuaron siendo los mayores emisores durante el año. Por clase de acciones, solo las *follow-on* y las emisiones en acciones preferentes aumentaron respecto a 2011¹⁰. Por el

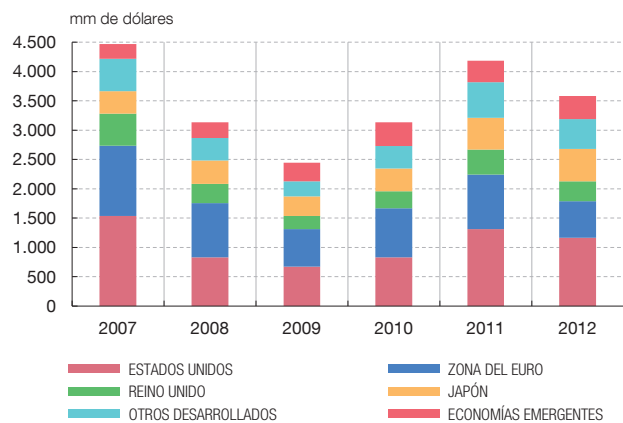
⁹ En 2012 finalizó la venta de acciones ordinarias de AIG que el Tesoro de Estados Unidos poseía a raíz del rescate público de esta compañía en 2008. La ayuda total comprometida a AIG, tanto del Tesoro (vía programa TARP —*Troubled Asset Relief Program*—) como de la Reserva Federal, ascendió a 182,3 mm de dólares. Más tarde, las acciones preferentes del TARP se intercambiaron por acciones ordinarias. Estas acciones y las recibidas del *trust* de AIG sumaron alrededor de 1,655 mm de dólares (el 92 % de las acciones ordinarias totales de AIG) y fueron vendidas mediante seis ofertas desde mayo de 2011, cinco de las cuales tuvieron lugar en 2012. La oferta realizada en septiembre de 2012 fue la mayor de la historia de Estados Unidos (20,7 mm de dólares), por delante incluso de la IPO de Visa y General Motors en 2008 y 2010, respectivamente. Tras la última emisión de diciembre, el Tesoro ya no cuenta con acciones ordinarias de AIG y ha culminado la recuperación de la ayuda pública a esta compañía.

¹⁰ Las acciones *follow-on* son una oferta posterior a la oferta pública inicial (IPO, por sus siglas en inglés). La IPO es su lanzamiento en bolsa al público. Estas emisiones adicionales pueden ocurrir, por ejemplo, tras una IPO exitosa, por lo que las compañías autorizan la emisión de acciones adicionales a un precio habitualmente mayor que el de la IPO. Las *follow-on* pueden ser acciones del mercado primario (la propia compañía decide aumentar el capital de la empresa, lo que diluye el beneficio por acción) o del secundario (los accionistas de la compañía venden parte de sus acciones, lo que no aumenta el número de acciones ni diluye el beneficio de la acción).

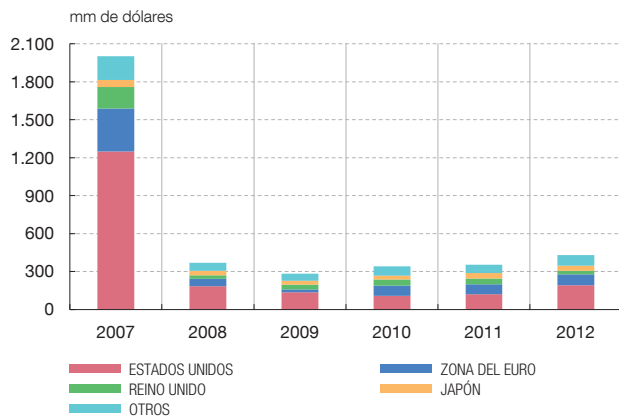
EMISION INTERNACIONAL DE ACCIONES POR PAIS O REGION EMISORES (a)



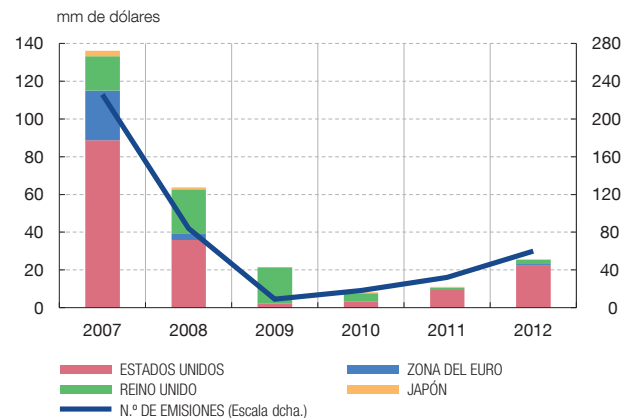
EMISION INTERNACIONAL DE PRÉSTAMOS SINDICADOS POR REGIÓN O PAÍS PRESTAMISTA



TITULIZACIONES COLOCADAS EN MERCADO POR PAÍS O REGIÓN EMISORES (b)



CLO COLOCADOS EN MERCADO POR PAÍS O REGIÓN EMISORES



FUENTE: Dealogic.

- a En acciones se incluyen también las preferentes.
- b Se excluyen las emisiones de agencias estadounidenses.

contrario, la actividad en salidas a bolsa, normalmente considerada como más arriesgada que los *follow-on*, se estancó a nivel mundial en 2012. Si bien se incrementaron las IPO en Estados Unidos, su fortaleza se debió fundamentalmente a Facebook, que tuvo un desempeño posterior bastante pobre, ya que el número de transacciones prácticamente fue el mismo que en 2011. Otra muestra de debilidad fue que el número y volumen de IPO retiradas o pospuestas en Estados Unidos fue el mayor desde 2008. A pesar de ello, en algunos casos el mercado primario de renta variable estadounidense se benefició de la búsqueda de rentabilidades de los inversores. Esto pudo estar relacionado con el éxito de las IPO de compañías de alto crecimiento, como las de empresas informáticas. La emisión de las empresas de Internet o de *software* en Estados Unidos¹¹ batió un record en 2012 tanto por volumen (gracias a Facebook) como por número de transacciones (el mayor desde 2007). Es más, muchas de estas empresas tecnológicas se categorizaron como de *emerging growth*¹².

11 IPO de empresas de Internet y de *software*, servicio y *networks* informáticos.

12 Como tal se consideran aquellas empresas que registran menos de 1 mm de dólares en ingresos durante el año previo. La *JOBs Act*, aprobada en el segundo trimestre de 2012, facilitó el acceso al mercado público de acciones a esta clase de empresas. Durante ese año se registraron un total de 68 IPO, con un volumen de 11 mm de dólares de empresas consideradas como *emerging growth*.

Los préstamos sindicados son aquellos concedidos por un grupo de bancos a un único prestatario, lo que posibilita la distribución del riesgo entre las instituciones financieras en caso de impago sin los costes de emisión de la renta fija [véase Gadanez (2004) para una descripción de este mercado]. Este instrumento representa una fuente de financiación muy relevante para las SNF de gran tamaño. En 2012, su volumen ascendió a 3,58 billones de dólares, un 14 % menos que en 2011 (véase gráfico 8). Este descenso fue homogéneo por países.

Entre los factores que han podido influir en esta caída, se menciona el hecho de que esta vía de financiación estaría siendo sustituida por una mayor emisión de bonos, un recurso que se ha hecho más barato y accesible en el contexto actual de tipos de interés reducidos. Esta dinámica profundiza el proceso de desintermediación bancaria que se venía produciendo en gran parte de los países desarrollados con anterioridad a la crisis. Además, el escándalo que se produjo en torno al *libor*, tipo de interés de referencia en la mayoría de estas operaciones, seguramente ha sido un elemento relevante en el deterioro de la confianza de los prestatarios, que ha incentivado a la búsqueda de fuentes de financiación alternativas. De hecho, según el BIS (2012), la práctica totalidad de préstamos sindicados denominados en dólares está referenciada al *libor*. Por el lado de la oferta, los principales bancos han reducido su actividad a nivel internacional en este segmento, sin que este menor dinamismo de algunas entidades europeas se haya suplido por el resto de países.

Pese al descenso en la actividad global en préstamos sindicados, es llamativo que, según la calidad crediticia del prestatario, la proporción de préstamos apalancados —es decir, los de mayor riesgo y alta rentabilidad— haya aumentado respecto a 2011. De estos préstamos apalancados, prácticamente la mitad corresponde a Estados Unidos, aunque los de economías emergentes mostraron un fuerte dinamismo¹³.

La actividad en productos estructurados sigue en niveles muy reducidos desde 2008, lo que ha supuesto la práctica desaparición de esta fuente de financiación desde el inicio de la crisis. No obstante, se observan tímidas señales de recuperación. Así, el total de titulaciones colocadas en 2012 aumentó un 21 % alcanzando los 429 mm de dólares (véase gráfico 8). Destaca la magnitud de las colocaciones de Estados Unidos, que representaron el 44 % de las emisiones y que aumentaron un 60 % en el año. Por tipo de colateral, esta recuperación se aprecia particularmente en algunos instrumentos, como, por ejemplo, los CLO (*collateralized loan obligation*), que agrupan préstamos a SNF con riesgo elevado y cuyo volumen emitido prácticamente se triplicó respecto a 2011, alcanzando alrededor de los 27 mm de dólares, como se ilustra en el gráfico 8. Este tipo de emisiones, que se han concentrado en Estados Unidos, sugieren un patrón muy diferente al existente con anterioridad a la crisis, más apoyado en RMBS y CMBS (*residential y comercial mortgage backed securities*). No obstante, a nivel global estas emisiones todavía están muy lejos de los volúmenes de 2008.

Conclusiones

En una perspectiva global, la actividad de emisión de renta fija en 2012 se puede calificar como positiva. Su recuperación respecto al año anterior sugiere una mayor capacidad del sector privado para financiarse a través de los mercados de capitales. Además, el análisis por sectores y por países muestra algunas señales positivas. Así, mientras que la actividad del sector público se ha mantenido estable, tras registrar fuertes aumentos en años

¹³ Los préstamos sindicados apalancados de economías emergentes se multiplicaron por seis, hasta alcanzar los 252 mm de dólares.

anteriores, las SNF y las entidades financieras han mejorado significativamente su capacidad de obtener financiación en los mercados de capitales. Desde una óptica más desagregada, se aprecian diferencias por sectores —destaca la revitalización de las emisiones de bonos de alto rendimiento— y por países o regiones —la zona del euro fue la única cuyas emisiones totales no aumentaron, como consecuencia de la menor actividad de la banca—.

No obstante, esta recuperación no está exenta de riesgos, ya que, en general, ha estado estrechamente vinculada a la búsqueda de mayores rentabilidades por parte de los inversores, en un contexto de tipos de interés bajos. Esta dinámica se ha intensificado en paralelo con la notable disminución de la aversión al riesgo que se ha producido en la segunda parte del año, en buena medida como resultado de los anuncios de política económica, en especial en la zona del euro. En algunos segmentos, la mejoría observada se ha vinculado principalmente con criterios de rentabilidad, más que con la evolución de los fundamentales a largo plazo, puesto que no se han observado mejoras significativas en los determinantes del riesgo de crédito de instrumentos cuya probabilidad de impago es, a priori, elevada, como es el caso de la deuda corporativa de alta rentabilidad. Por lo tanto, si bien la dinámica de las emisiones ha sido favorable en 2012, esta evolución incorpora elementos de incertidumbre hacia el futuro, especialmente si se produjera una reversión abrupta en el reciente repunte del apetito por el riesgo o si la debilidad de las condiciones macroeconómicas contribuyera a una materialización del riesgo de crédito en mayor medida de lo esperado.

14.2.2013.

BIBLIOGRAFÍA

- ACEVEDO, P., E. ALBEROLA y C. BROTO (2007). *Local debt expansion... vulnerability reduction? An assessment for six crises-prone countries*, Documentos de Trabajo, n.º 0733, Banco de España.
- BABA, N., R. McCAULEY y S. RAMASWAMY (2009). «US dollar money market funds and non-US banks», *Quarterly Review*, marzo, BIS.
- BCE (2009). «The external financing of households and non-financial corporations: A comparison of the euro area and the United States», *Boletín Mensual*, abril.
- (2012). «The financial crisis and external financing of euro area non-financial corporations», *Financial Stability Review*, diciembre.
- BIS (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS) (2011). *The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions*, CGFS Papers 43.
- (2012). *Quarterly Review*, diciembre.
- BREI, M., y B. GADANEZ (2012). «Have public bailouts made banks' loan books safer?», *Quarterly Review*, septiembre, BIS.
- CRIADO, S., y A. VAN RIXTEL (2008). *La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción general*, Documentos Ocasionales, n.º 0808, Banco de España.
- GADANEZ, B. (2004). «The syndicated loan market: structure, development and implications», *Quarterly Review*, diciembre, BIS.

