

ANUARIO SOBRE RENTA FIJA Y FINANCIACIÓN ALTERNATIVA IEB-AXESOR 2018



axesor
rating



ANUARIO SOBRE RENTA FIJA Y FINANCIACIÓN ALTERNATIVA IEB-AXESOR **2018**



ÍNDICE DE CONTENIDOS



4 ■ **CARTA DE PRESENTACIÓN**

6 ■ **ESTUDIOS**

60 ■ **ARTÍCULOS**

104 ■ **ENTREVISTAS**

150 ■ **ANEXO**

CARLOS SAN BASILIO PARDO

DIRECTOR GENERAL DEL TESORO

SECRETARÍA GENERAL DEL TESORO Y POLÍTICA FINANCIERA

El cuarto anuario sobre renta fija y financiación alternativa, promovido por el IEB con la colaboración de Axesor, consolida esta publicación como lectura de referencia para todos los interesados en las últimas tendencias del sector financiero en el ámbito de la renta fija y la gestión alternativa. Es un honor, como Director General del Tesoro, escribir esta carta de presentación, que pretende introducir brevemente el contenido y los objetivos de este anuario.

Corren tiempos de profundos cambios en los mercados de capitales. El esfuerzo europeo por avanzar en la integración financiera, así como el desarrollo normativo de las recientes reformas estructurales en España, están alterando el ecosistema financiero de nuestro país. Resulta de vital importancia estar actualizados sobre las novedades relevantes, tanto para los emisores –como es mi caso– como para inversores, reguladores, analistas, o el resto de agentes con inquietudes relacionadas con la evolución de los mercados de renta fija.

Por ello, el valor de este anuario se centra en aunar en una única publicación los temas más actuales, ofreciendo una visión cualificada, a la vez que plural, de los fenómenos y tendencias más significativos que afectan a la renta fija. Destacaría la variedad que ofrece el documento, tanto por la temática, como por los formatos de las secciones, que incluyen estudios, artículos y entrevistas, que lo convierten en lectura obligada para los agentes del mercado.

En este sentido, esta edición aborda, entre otras cuestiones, cambios regulatorios recientes de gran calado como la Directiva Mifid, retos a corto y medio plazo como el fintech, la situación y perspectivas del todavía joven mercado alternativo de renta fija (MARF), el desafío del Brexit y su impacto en el mercado, la respuesta financiera al cambio climático, o el estatus de productos tan variados como los Project Bonds o los CDS, entre otros.

La publicación de este cuarto anuario coincide con un momento dulce del mercado de renta fija español. Tras años de esfuerzo, España converge ya con los países core. La reducción de los diferenciales que pagamos emisores públicos y privados se ve apoyada por la profunda mejora de los fundamentales de nuestra economía y por las reformas estructurales acometidas, tal como han reconocido las agencias de calificación crediticia.

No obstante, lo último que le conviene a España es la complacencia. Debemos aspirar a seguir mejorando la eficiencia, liquidez y profundidad de nuestro mercado de Deuda Pública, lo que redundará en unos menores costes de financiación y en que desde el Tesoro se continúe contribuyendo al mantenimiento de la senda de crecimiento equilibrado que nuestra economía inició en 2014.

Por último, me gustaría agradecer al IEB, a Axesor, y a todos los que han colaborado en este anuario su trabajo y esfuerzo, así como reconocer la calidad de los contenidos incluidos en él, pues mejoran la capacidad de análisis y el conocimiento de todos los que lo leemos.

C.S.B.P.



ESTUDIOS

axesor
rating



8 RENTA FIJA, ACTIVOS REFUGIO Y SUS IMPLICACIONES ECONÓMICAS Y FINANCIERAS EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

JAVIER LÓPEZ BERNARDO, PH.D., CFA

ANALISTA SENIOR DE CRÉDITO EN BRIGHTGATE CAPITAL

JESÚS HERNANDO SARRIA

COORDINADOR DEL ANUARIO, DPTO. INVESTIGACIÓN DEL IEB

40 MERCADO DE CAPITALES E IMPACTO DE MIFID II/MIFIR EN LA CONTRATACIÓN DE RENTA FIJA

ÚRSULA GARCÍA GIMÉNEZ

SOCIA DE FINREG 360

ANA BENÍTEZ LANZA

ASOCIADA PRINCIPAL DE FINREG 360

IRENE FERNÁNDEZ DE BUJÁN DIEZ-CANSECO

ASOCIADA SÉNIOR DE FINREG 360

RENTA FIJA, ACTIVOS REFUGIO Y SUS IMPLICACIONES ECONÓMICAS Y FINANCIERAS EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

Javier López Bernardo, Ph.D., CFA

Analista senior de crédito en
BrightGate Capital



Licenciado por la Universidad Complutense de Madrid en Administración y Dirección de Empresas, tiene un Master en Corporate Finance y Banca de Inversiones por el IEB, y un Master y un Doctorado en Economía por la Universidad de Kingston, habiendo sido becario de la Fundación Ramón Areces durante dos años. También es

CFA charterholder. Tiene experiencia profesional en corporate finance, M&A y en economía. Su investigación académica incluye contribuciones teóricas a la evolución de las valoraciones de la renta variable las últimas décadas, al papel de los beneficios empresariales en el ciclo económico y a los modelos stock-flujo. A este respecto, ha traducido al español la mayor obra en este campo, Economía Monetaria, y ha desarrollado también durante los últimos años un modelo macroeconómico stock-flujo de la economía estadounidense.

Jesús Hernando Sarria

Coordinador del Anuario,
Departamento de Investigación del IEB



*"And you all know,
security is mortals'
chiefest enemy."*

William Shakespeare, Macbeth

Licenciado en Economía por la Universidad Autónoma de Occidente, Máster en Dirección de Entidades Financieras por el IEB. Máster en Datamining and Statistical Learning por la UNED. Especialista en Gestión de Riesgo en los

Mercados Financieros por el IEB. International Financial Markets Programme LSE. Doctorando programa de Administración de Empresas en la UCM. Miembro del Departamento de Investigación del IEB. Profesor en el área de Banca de Inversión en CIFF, ISDE, ISIDE. Cuenta con dilatada experiencia en consultoría financiera y actualmente desempeña su trabajo como CIO en INEO Corporate.

CONTENIDOS

1. Introducción	10
2. Conceptualizando los activos refugio y evolución reciente (2000-2016)	11
3. Implicaciones de la escasez de activos refugio:	16
3.1. Compresión de la rentabilidad del resto de activos	16
3.2. Nuevos activos “sustitutos”	20
3.3. El reequilibrio en China y la dificultad de encontrar activos refugio sustitutos	25
4. Bancos centrales y efectos colaterales de las políticas monetarias recientes	29
5. Conclusiones	34
6. Referencias	38

1. Introducción

Una década después de la crisis financiera global que sacudió a los mercados en 2008 y que desembocó en la peor crisis económica desde la Gran Depresión de 1929, la comunidad internacional sigue buscando explicaciones a las dinámicas que condujeron a dicha crisis. Y una década después también, los reguladores siguen buscando soluciones más robustas de cómo debería funcionar la arquitectura financiera global para prever futuras crisis sistémicas. En ambos casos, como argumentaremos en este artículo, el papel que han jugado y jugarán los activos de renta fija es crucial para entender las economías de hoy en día.

En este sentido, uno de los debates en la literatura financiera de los últimos años ha sido el papel de los activos refugio (*safe assets*) en el sistema financiero internacional y si la escasez de ellos puede provocar crisis financieras sistémicas. Como en tantas otras muchas cosas, en el mundo financiero (basado en honrar compromisos de pago en el futuro) la seguridad absoluta no existe, con lo que hablar de un activo perfectamente seguro es una discusión vacua. Sin embargo, como cualquier participante financiero reconocerá, hay una escala más o menos difusa sobre la cual poder ordenar los activos en función a su nivel de riesgo. Para los propósitos de este artículo, y siguiendo la literatura relevante, utilizaremos el término “activo refugio” para referirnos aquellos *instrumentos financieros con un horizonte temporal y un valor facial estipulado de antemano (es decir, instrumentos de deuda), que presentan baja probabilidad de impago y elevada liquidez* (Barclays, 2013) *y en los que adicionalmente los participantes no tienen incentivo de obtener información adicional, ya que su valoración se da por descontada* (Gorton, 2016).

El papel crucial de los activos refugio en la arquitectura financiera internacional se pudo comprobar en los años que desembocaron en la Gran Recesión de 2008. En aquellos años, la entrada de China en la Organización Mundial del Comercio en 2001 (junto con una política agresiva del tipo de cambio del renminbi contra el dólar) y el fuerte incremento en el precio del petróleo (pasando el barril de Brent de 40\$ a más de 120\$ de 2002 a 2007) fueron algunos de los desencadenantes de los desequilibrios internacionales que sufrieron las balanzas de pagos de muchos países, provocando un “exceso de ahorro global” (Bernanke, 2005); la escasez de demanda efectiva interna en ciertos países forzaba exportar dichos ahorros (y desempleo) al exterior, generando burbujas de activos en los países receptores de dichos ahorros y exceso de deuda. Aunque esta historia es bien conocida desde la popularización de ella por Bernanke y más tarde por otros (Pettis, 2013), menos se ha hablado de la dinámica que presentó la evolución de los activos refugio durante aquellos años y si, como algunos economistas han argumentado (Caballero, 2006, 2010), dichas dinámicas contribuyeron a la creación de la crisis financiera global.

Es difícil sobreestimar la importancia de los activos refugio para la salud de la economía mundial. Esto se debe a las variadas funciones que cumplen los activos refugio. Además de su principal función como depósito de valor para los hogares que desean aplazar sus decisiones de consumo a futuro (Gourinchas & Jeanne, 2012, p. 5), los activos refugio se utilizan como referencia sobre la cual medir el rendimiento y riesgo del resto de clases de activos, como herramienta de política monetaria a través de las operaciones de mercado abierto de los Bancos Centrales, como activo para que los bancos puedan cumplir sus regulaciones prudenciales (tanto sus requisitos de capital como de liquidez), como colateral en el mercado de repos interbancario o como vehículo de institu-

ciones que invierten a largo plazo y su principal objetivo es la preservación del capital (International Monetary Fund, 2012, pp. 88–105). Pero la importancia de los activos refugio no solo es vital para el buen funcionamiento de los mercados financieros. Dado que la mayoría de los activos refugio son creados por los gobiernos, la oferta de dichos activos es el resultado de las políticas fiscales de los diversos países desarrollados. Y como veremos, el delicado nexo que existe entre la creación de suficientes activos para el funcionamiento del sistema financiero y la salud fiscal de los emisores (Triffin, 1960), es una fuente de tensión recurrente en la economía mundial.

El resto del artículo se estructura como sigue. Empezaremos haciendo un repaso a la literatura sobre los activos refugio, qué características consideran los diversos autores que deberían tener dichos activos y cuál ha sido la evolución del universo de activos refugio en los últimos años. A continuación, veremos algunas de las implicaciones económicas y financieras que ha tenido la disminución de dicho universo en los últimos años, tales como: la compresión de la rentabilidad en el resto de clases de activos, el deseo de los participantes en los mercados financieros por elevar su perfil de riesgo para obtener una misma rentabilidad (*hunting for yield*), la creación por parte del sector privado de activos refugio “sustitutos” y su implicación para la fragilidad de los mercados financieros mayoristas a corto plazo (mercado de repos), y finalmente las implicaciones que pueden tener la escasez de activos refugio en una eventual guerra comercial entre China y Estados Unidos. A continuación, estudiaremos la demanda de uno de los participantes más importantes en el mercado de activos refugio los últimos años, los bancos centrales, y analizaremos brevemente el impacto que han tenido las políticas monetarias, no solamente presionando las rentabilidades de los activos refugio a la baja (efecto bien conocido entre los participantes de los mercados), sino creando otra serie de efectos colaterales, como la reducción en los niveles de volatilidad de la mayoría de clases de activos, cuyas consecuencias están aún por ver. En la última sección concluiremos con algunas reflexiones de cara al futuro.

2. Conceptualizando los activos refugio y evolución reciente (2000-2016)

Los activos refugio no sólo cumplen una función en los sistemas financieros modernos: como instrumentos de deuda son también el resultado de la posición fiscal de los países que los emiten. No es de extrañar, por tanto, que la literatura no haya alcanzado un consenso ni sobre su definición ni sobre qué activos deben ser considerados “refugio”. Por ejemplo, para Caballero *et al.* (2017, p. 29), un activo refugio es “simplemente un instrumento de deuda que se espera que mantendrá su valor en eventos sistémicos adversos.” Para Barclays (2013, p. 17), “la definición precisa de activo refugio puede variar dependiendo del contexto, pero asumiremos que es razonable esperar de dichos activos baja probabilidad de impago, elevada liquidez y bajo riesgo de tipo de cambio.” Finalmente, para Gorton (2016), estudioso reconocido por su análisis de las causas de los pánicos bancarios y las crisis financieras en Estados Unidos durante los últimos dos siglos, un activo refugio “se valora (casi siempre) a valor facial sin un análisis prolongado y costoso de obtener. Es decir, aquel en el que por diseño no hay beneficio de producir información (privada) sobre su valor [...]”

con lo que los agentes no tienen que temer a efectos de selección adversa a la hora de comprar y vender dichos activos.” En otras palabras, un activo refugio es un activo que se puede valorar a la par fácilmente sin necesidad de “hacer demasiadas preguntas” (*no questions asked, NQA*).

La escasez de activos refugio que han tenido históricamente la mayoría de los sistemas financieros (y no solo el actual) se debe a que la creación de activos con dichos atributos, deuda que se pueda valorar a la par con *NQA*, no es sencilla. Fundamentalmente, los activos refugio se pueden crear solamente de dos formas (Gorton, 2016, p. 8): respaldar dicha deuda con colateral suficiente o con el poder del gobierno para recaudar impuestos. Una manera de entender la evolución histórica de los sistemas financieros occidentales desde el Renacimiento es conceptualizar dicha evolución como una búsqueda de activos refugio adicionales, y cómo lo que se ha considerado seguro en un momento de la historia no lo ha sido en otro. Hasta el siglo XVII aproximadamente, momento en que el Parlamento británico empezó a tener mayores prerrogativas que el monarca en las cuestiones de tasación y honorabilidad de la deuda, la propia deuda gubernamental de los Estados europeos sufría impagos frecuentes y no había mecanismos (más allá de la propia palabra del monarca, usualmente efímera) para asegurar la recuperación del principal.¹ Desde entonces, y exceptuando episodios contados (particularmente las dos Guerras Mundiales), la deuda soberana de las democracias occidentales avanzadas ha sido considerada refugio (y se ha comportado como tal) en momentos de estrés financiero, mientras que la deuda que ha creado el sector privado con el fin de “complementar” la gubernamental ha estado sujeta a continuos episodios de pánico e inestabilidad – desde los pánicos financieros desencadenados por las letras de cambio comerciales en el siglo XVIII en Gran Bretaña, pasando por los depósitos sin garantía gubernamental de la banca estadounidense durante todo el siglo XIX hasta, más recientemente, las titulizaciones hipotecarias de supuestamente “máxima calidad crediticia” del mercado estadounidense durante la pasada década. Esta pequeña panorámica histórica ofrece dos lecciones: *que el problema de la deuda privada respecto a la gubernamental es que proporcionar un colateral adecuado es un proceso costoso y poco económico a gran escala y que la creación de activos refugio es un proceso contingente a las instituciones sociales de un momento determinado.*

Dada la dificultad de una definición común, diversos autores han considerado para sus propósitos de análisis diversos universos de activos refugio. Para el análisis que sigue, utilizaremos el universo que considera Barclays (2013, pp. 17–18): deuda gubernamental estadounidense,² deuda directa y títulos colateralizados emitidos por las agencias estatales estadounidenses (principalmente Fannie Mae y Freddie Mac) y deuda emitida por los grandes estados europeos (Alemania, Francia, España e Italia). Adicionalmente, incluiremos la deuda gubernamental japonesa, la deuda británica y la deuda emitida por otros gobiernos europeos pertenecientes a la zona euro no incluidos en el estudio de Barclays. Nuestro propósito es ilustrar el argumento de la literatura anteriormente citada (Caballero, 2006, 2010) de que la provisión a nivel mundial de los activos de máxima calidad crediticia fue insuficiente en los años previos a la crisis hipotecaria estadounidense.

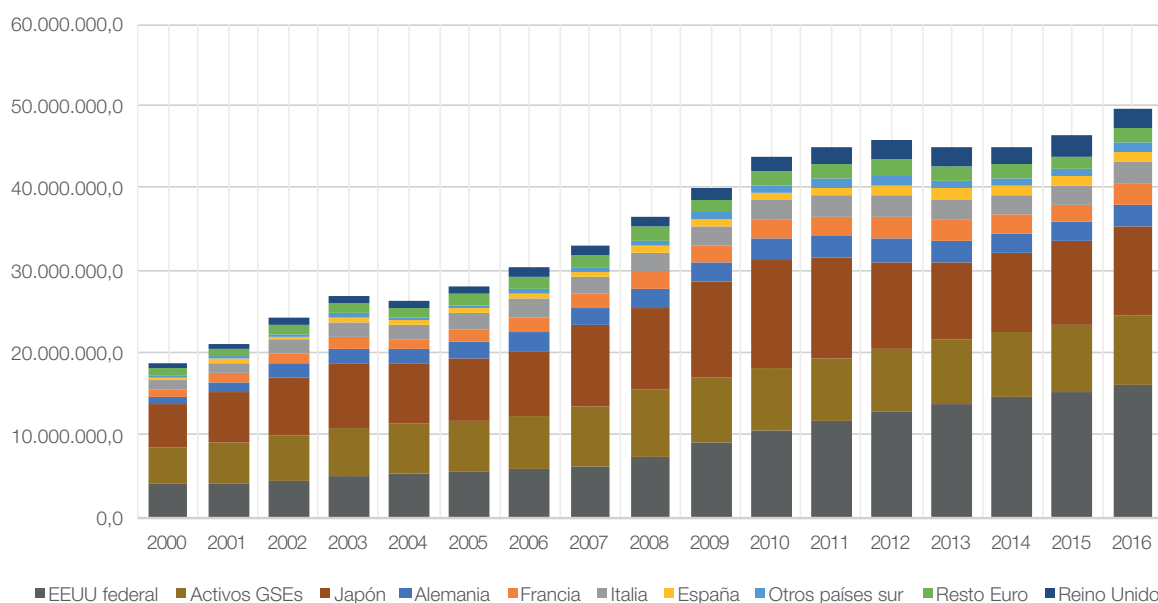
1 En aquel entonces el activo refugio por excelencia era el dinero metálico. Sin embargo, incluso el dinero metálico presentaba inconvenientes a la hora de su valoración, ya que la posibilidad de la devaluación del contenido del metal o del recorte de los bordes de la moneda (*clipping*) hacía que siempre fuese necesaria la verificación para ciertas transacciones, especialmente las pequeñas. Ver Gorton (Davis, 2011) para una breve historia sobre la evolución de los activos refugio a lo largo de la historia.

2 El estudio de Barclays considera sólo la deuda gubernamental no mantenida por la FED. Dado que una de las funciones de los activos refugio es servir como vehículo para la implementación de políticas monetarias, nosotros tendremos en cuenta la deuda total emitida por el gobierno de los EE.UU.

El Gráfico 1 muestra la evolución de nuestro universo de activos considerados refugio desde el 2000:

● Gráfico 1. Evolución de los activos refugio a nivel global, en millones de dólares, 2000-2016

Fuente: Elaboración propia.



Como se puede apreciar, nuestro universo de activos refugio aumentó de veinte billones de dólares en el año 2000 a casi cincuenta en el año 2016, lo que representa una tasa de crecimiento compuesta anualizada de aproximadamente el 6%. Desde el principio de los años 2000 hasta los años de la crisis, los activos garantizados por la empresas público-privadas (*government-sponsored enterprises, GSEs*) en EEUU representaban aproximadamente la misma cantidad que la deuda federal, que tras superávits gubernamentales durante la administración Clinton y rápido crecimiento económico había reducido no solo su importancia relativa respecto al PIB sino también su magnitud absoluta. Sin embargo, después de la crisis, la deuda federal ha crecido rápidamente como consecuencia de unas políticas anticíclicas agresivas durante la administración Obama mientras que la deuda colateralizada de las GSEs se ha mantenido relativamente estable, no sólo como resultado de un mercado inmobiliario con menor necesidad de financiación sino también por el limbo jurídico (*conservatorship*) en el que se encuentran dichas instituciones actualmente. (Baker, 2018)

Respecto a la zona euro, la deuda gubernamental (con la excepción de Italia, que empezó la década ya con niveles altos de deuda gubernamental) se mantuvo en niveles de bajos hasta el estallido de la crisis, creciendo al igual que en EEUU de manera rápida a pesar de (algunos dirían gracias a) las políticas de austeridad llevadas a cabo en los países de la periferia desde el 2011. La excepción es Alemania, que gracias a un euro débil y un crecimiento de salarios muy por debajo de la media de la eurozona en los últimos quince años, ha podido exportar el exceso de ahorros a sus socios comerciales y reducir como consecuencia el peso de su deuda gubernamental.

El caso de Alemania es quizás el que ejemplifique mejor el delicado balance entre la adecuada provisión de activos refugio para el funcionamiento del sistema financiero internacional y la solvencia del emisor de dicha deuda, algo a lo que muchos observadores han calificado como una versión moderna del *dilema de Triffin* (Smaghi, 2011). Robert Triffin enunció en la década de los 60 que el sistema patrón dólar-oro de Bretton Woods imperante por aquel entonces, en el que el dólar era convertible en oro en una cantidad fija y además tenía un tipo de cambio fijo (ajustable) con el resto de la monedas, era insostenible a la larga, ya que la cantidad de dólares, al ser la moneda utilizada en las transacciones internacionales, crecería muy por encima de la cantidad necesaria para asegurar la convertibilidad en oro: si los Estados Unidos rechazaban proporcionar dólares al resto de países, el comercio mundial se estancaría y la economía mundial quedaría sumida en una espiral deflacionista (y reminiscente a las condiciones económicas que se vivieron bajo el patrón oro de entreguerras), mientras que si accedían a proporcionar dólares de manera ilimitada, la confianza que había depositada en la convertibilidad del dólar en oro se desvanecería y como tal la confianza en el dólar como divisa internacional (Triffin, 1960). En este sentido, Alemania puede ser considerado un ejemplo en versión moderna de las consecuencias de falta de una “adecuada provisión” de pasivos al resto del mundo, teniendo consecuencias deflacionarias, primero en el resto de Europa y, desde el inicio de la crisis (cuando el resto de países de la zona Euro han empezado a generar superávits en las balanzas de pagos, siguiendo el ejemplo alemán de deflación salarial), en el resto del mundo. Aunque la opinión mayoritaria hasta ahora ha sido favorable con Alemania por su “ejemplar” conducta fiscal, las anteriores disquisiciones muestran que la conducta alemana puede haber sido perjudicial en materia de estabilidad financiera, justamente cuando más necesidad ha tenido la economía mundial de una provisión sostenida de activos refugio.

Como explica Barclays (2013), la necesidad de activos refugio se vio acentuada tras la crisis financiera, ya que muchos activos, tales como las obligaciones de las GSEs, los activos colateralizados privados, o la deuda periférica europea, perdieron la categoría de refugio, como se puede ver en la Tabla 1:

■ **Tabla 1.** Lista de activos seguros pre y post crisis, en miles de millones de dólares y en % del PIB mundial, respectivamente

Fuente: Barclays (2012, p. 11).

Activos	2007	2011		2007	2011
EEUU deuda federal	5.137	10.692		9,2%	15,8%
Mantenidas por la FED	736	1.700		1,3%	2,5%
Mantenidas por inversores privados	4.401	8.992		7,9%	13,3%
Obligaciones de las GSEs	2.010	2.023	X	5,2%	3,0%
Pools de hipotecas GSEs	4.464	6.283	X	8,0%	9,3%
Activos colaterizados privados	3.901	1.277	X	7,0%	1,9%
Deuda gubernamental Alemania/Francia	2.492	3.270		4,5%	4,8%
Deuda gubernamental Italia/España	2.380	3.143	X	4,3%	4,7%
Total Activos Refugio	20.548	12.262		36,9%	18,1%

X Activos que en 2011 perdieron la consideración de “refugio”

Como es bien conocido, la arquitectura de la zona Euro consiste en una moneda única pero cada Estado es responsable, dentro de unos límites fijados por el Tratado de Maastricht, de su propia política fiscal. Dicha dicotomía entre la esfera monetaria y fiscal, considerado el “pecado original” de la zona euro (Krugman, 2011) y vislumbrado por algunos economistas mucho antes de que incluso el Euro se pusiese en marcha (Godley, 1992), puso en peligro a la zona euro durante los años 2008-2013 durante la crisis de deuda soberana. Dicha situación ha dado pie a retomar el debate de avanzar hacia una política fiscal común para consolidar el proceso de integración de la zona euro y, lo que es más importante para el propósito de este artículo, para diseñar alternativas que permitan que la deuda de algunos de los países miembros no pierda la condición de refugio en momentos de estrés financiero. Como hemos mencionado antes y como señalan Gelpern y Gerding (2016), la regulación y el marco institucional juega un papel fundamental en la provisión de activos refugio, ya que la regulación, (i) puede hacer que ciertos activos tengan un riesgo menor (estableciendo, por ejemplo, prioridades de repago), (ii) puede etiquetar los activos como seguros, haciendo que los participantes pierdan los incentivos a descubrir sus atributos de riesgo y (iii) puede garantizar la seguridad de los activos cuando son importantes para el sistema financiero en su conjunto. Como mencionaremos en las conclusiones, ha habido ya varias propuestas destinadas a fortalecer el marco institucional para la emisión de una deuda conjunta europea (Eurobonos), pero creemos que aún quedar un largo camino por recorrer a este respecto.

Volviendo al panorama global, el Gráfico 1 muestra la evolución de los activos refugio, pero no dice nada de la demanda. ¿Fue la demanda en los años anteriores a la crisis muy superior a la oferta? Aunque la demanda es más difícil de cuantificar que la oferta dados los numerosos actores que intervienen en la demanda de activos refugio, podemos señalar dos fuentes de demanda que han tenido un impacto importante:

- » **Países emergentes y productores de petróleo: la fuente de demanda más importante.** La lógica es simple: dado que el crecimiento de los países emergentes ha sido superior al de los países desarrollados, la acumulación de reservas internacionales de los primeros ha venido creciendo a tasas superiores a la emisión de deuda gubernamental de los segundos. A principios del 2000, las reservas internacionales de los países emergentes (excluyendo los países exportadores de petróleo) eran inferiores a un billón de dólares, mientras que en el año 2008 ascendieron a tres billones de dólares. (International Monetary Fund, 2015, p. 14) El incremento del precio del barril de Brent desde los 20\$ a principios de la década hasta los 140\$ en el momento más álgido de la burbuja en 2007 exacerbó la acumulación de reservas de los países exportadores de petróleo: Arabia Saudita y Rusia, cuya cuota de producción mundial osciló entre un 15%-25%, pasaron en menos de una década a tener un billón de dólares de reservas adicionales (International Monetary Fund, 2015, p. 14), sin tener en cuenta la acumulación de reservas adicionales por otros países exportadores como Kuwait, Irak e Irán. Dado que nuestro universo de activos refugio creció en 12 billones de dólares entre 2000 y 2007, el “crecimiento a dos velocidades” de la economía global fue la mayor fuente adicional de demanda de activos refugio. Los países emergentes han seguido acumulando reservas después de la crisis a gran velocidad hasta el 2015 aproximadamente. Desde entonces, las caídas en el precio del crudo y (dada su importancia en el volumen total de reservas en los países emergentes) el objetivo de China de defender su tipo de cambio han mantenido las reservas internacionales aproximadamente constantes.

- » **Razones regulatorias:** el trato regulatorio favorable a los bancos para mantener deuda gubernamental, a través de requisitos de capital (a través de ponderaciones de riesgo cero) y liquidez más laxos, ha propiciado que la demanda de activos refugio haya sido elevada las últimas décadas. La entrada en vigor de Basilea III y sus requisitos de liquidez (*liquidity coverage ratio*) puede elevar la demanda de activos refugio entre 2 y 4 billones de dólares adicionales (International Monetary Fund, 2012, p. 99). Finalmente, otras fuentes adicionales de demanda del sector financiero han provenido del crecimiento de los mercados de derivados y la necesidad de proporcionar garantías en las operaciones. Las corrientes regulatorias recientes han venido subyugando la necesidad de proporcionar garantías mayores para operaciones de derivados extrabursátiles o su transferencia a contrapartes centralizadas (International Monetary Fund, 2012, p. 96).

3. Implicaciones de la escasez de activos refugio

En esta sección exploraremos algunas de las consecuencias que han producido el desequilibrio entre la oferta y demanda de activos refugio explorado anteriormente. Como el tema es amplio y las ramificaciones de dicha escasez variadas, nos centraremos en casos que ilustren, respectivamente, diferentes ángulos: el impacto en los mercados financieros (compresión de la rentabilidad), en la estabilidad financiera (creación de activos sustitutos) y en cuestiones de economía real (reservas internacionales de China).

3. 1. Compresión de la rentabilidad del resto de activos

La primera consecuencia, y más directa, de la falta de activos refugio es la compresión de las rentabilidades de dichos activos. Este tema ha venido despertando gran interés tanto en organismos como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Internacional de Pagos (Committee on the Global Financial System, 2013; International Monetary Fund, 2012), como en académicos que han venido estudiando este fenómeno principalmente desde la crisis de 2007 (Caballero, 2010; Caballero *et al.*, 2017; Gorton, 2016; Gourinchas & Jeanne, 2012).

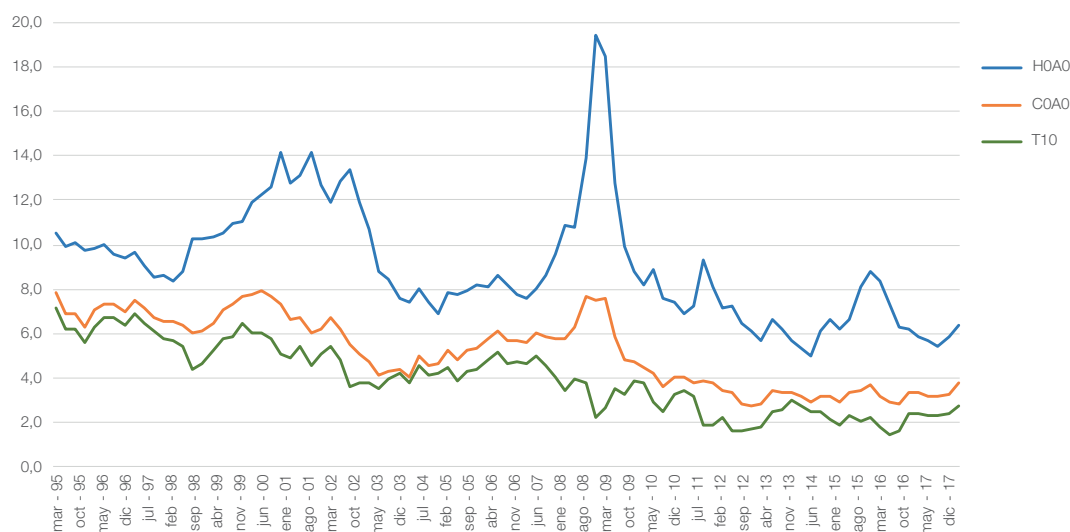
La compresión de la rentabilidad de los activos refugio puede explicarse en base a un modelo de oferta y demanda convencional: como hemos visto, la demanda de activos refugio ha venido incrementándose sustancialmente debido principalmente al crecimiento de las economías emergentes mientras que la oferta de los mismos no ha aumentado al mismo ritmo. Este desequilibrio entre la oferta y la demanda ha generado un incremento de precios con la consecuente reducción de la rentabilidad. Por ejemplo, el bono americano a 10 años, el activo refugio por antonomasia, ofrecía unas rentabilidades del 7,2% en 1995, mientras que en marzo del 2018 eran del 2,7%.

La escasa rentabilidad de los activos refugio ha presionado a la baja la rentabilidad del resto de activos de renta fija, como los bonos corporativos con grado de inversión y los bonos de alto rendimiento (*high yield*). La renta fija emergente también ha sufrido una compresión de sus rentabilidades, permitiendo a los países emisores obtener financiación a un coste menor, pero elevando significativamente su nivel de apalanca-

miento. En los Gráficos 2 y 3 se puede apreciar la compresión generalizada de la rentabilidad de la renta fija, y cómo dicha evolución ha sido más de carácter secular que puramente cíclica:

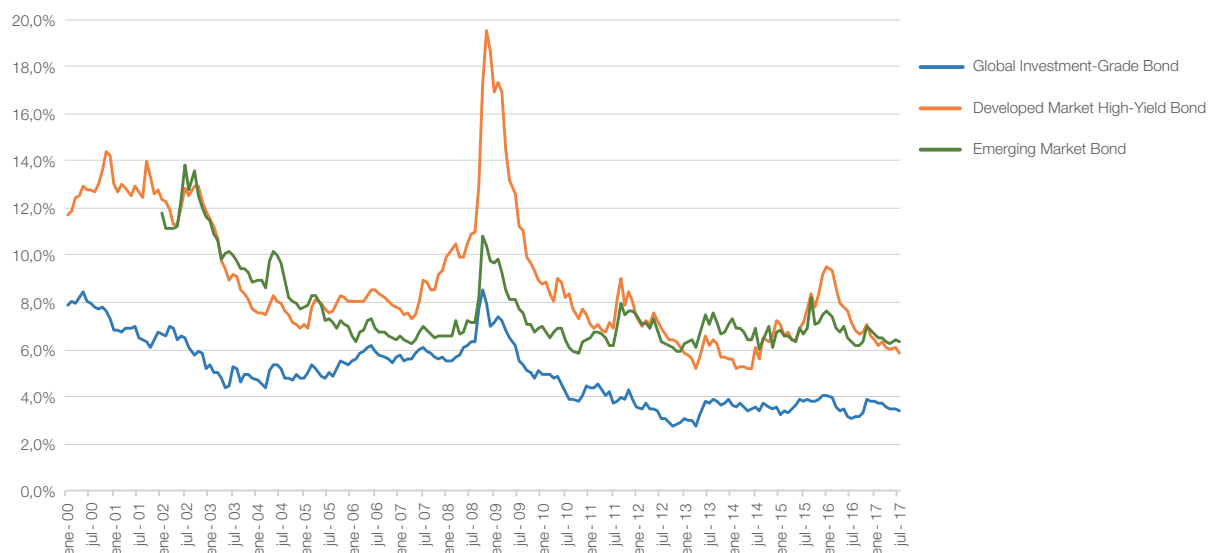
● Gráfico 2. Evolución de las rentabilidades (yield to worst, en %) de las principales clases de activo en renta fija en Estados Unidos, 1T'95-1T'18

Fuente: Bloomberg. HOAO es el índice BoFA Merrill Lynch US High Yield, COAO es el índice BoFA Merrill Lynch US Corporate y T10 es la rentabilidad del bono americano a 10 años.



● Gráfico 3. Evolución de las rentabilidades (yield to worst, en %) de las principales clases de activo de renta fija a nivel mundial, 1M'00-7M'17

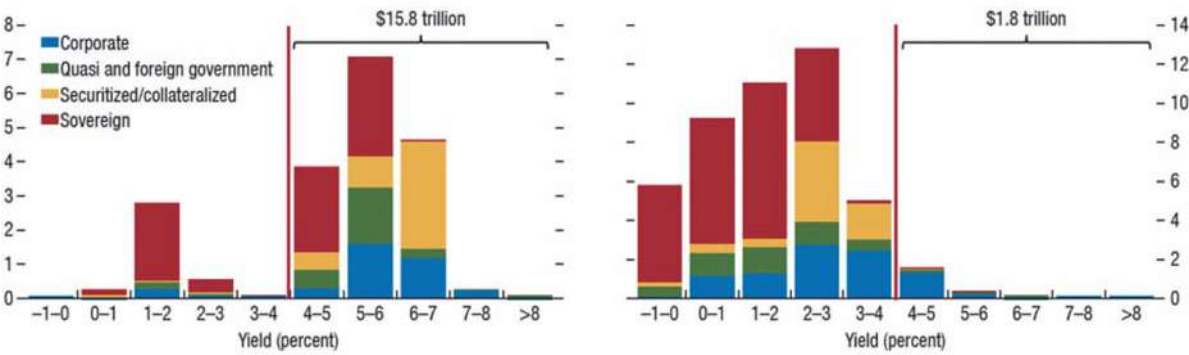
Fuente: Fondo Monetario internacional (2017, p. 27).



Algunos de los efectos de esta compresión son la reducción en la compensación por riesgo de crédito, la reducción de la volatilidad y el mayor uso del apalancamiento para paliar la caída de las rentabilidades. Esto ha llevado a que los inversores institucionales salgan de sus hábitats naturales en búsqueda de mayores rendimientos (*hunting for yield*), exponiendo sus balances a mayores riesgos de liquidez, crédito y vencimiento. Como se puede ver en los Gráficos 4 y 5, antes de la crisis de 2007 cerca del 80% de la renta fija global con grado de inversión (15,8 billones de dólares) presentaba rentabilidades superiores al 4%, mientras que en la actualidad menos del 5% presenta rentabilidades superiores al 4% (1,8 billones de dólares). Adicionalmente, se aprecia que la proporción de empresas de menor calificación (BBB) en los principales índices de grado de inversión en bonos estadounidenses, europeos y mundiales ha aumentado de manera progresiva:

● **Gráfico 4.** Desglose de la renta fija mundial con calificación grado de inversión por rango de rentabilidades, 2007 vs. 2017, en billones de dólares

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2017, p.24).



● **Gráfico 5.** Evolución del porcentaje de créditos BBB en los índices de grado de inversión, por zona geográfica, 1998-2017

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2017, p. 27).

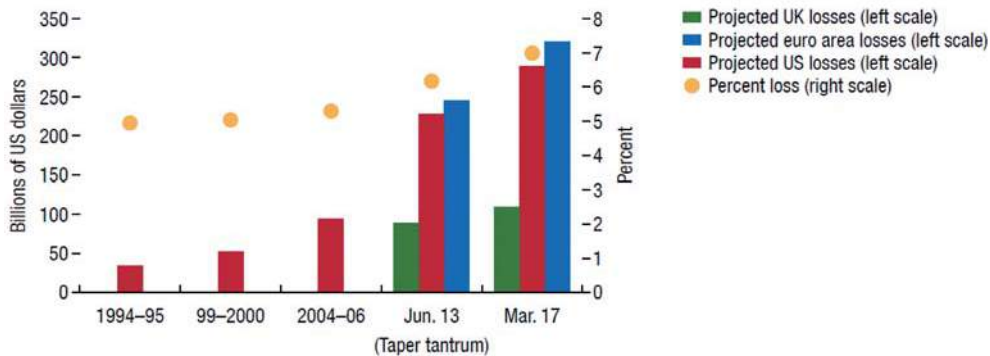


Dado que en renta fija menores cupones no solo representan menores rentabilidades, sino también mayores riesgos de duración, la compresión en las rentabilidades ha venido aparejada con mayores riesgos de tipos y potencialmente mayores volatilidades. En este sentido, los menores cupones han sido una ben-

dición para los emisores (ayudando a reducir el coste del servicio de la deuda), pero a costa de un mayor riesgo para los inversores. El Gráfico 6 muestra que los riesgos de duración han aumentado con el tiempo a medida que la falta de rentabilidad se ha ido haciendo más severa:

● Gráfico 6. Pérdidas estimadas en fondos de renta fija a causa de un impacto de 100pb en los tipos de interés

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2017, p. 31).



Siguiendo hacia abajo en el espectro de los activos, las compresiones de rentabilidad en la renta fija se han filtrado a valoraciones elevadas. Aunque todavía está abierto a discusión si el mercado bursátil actual se ajusta o no a los patrones de una burbuja “clásica” (Grantham, 2018), lo cierto es que las valoraciones son de las más elevadas de la historia – y con ellos, los rendimientos esperados por invertir en renta variable de los más bajos de las últimas décadas. El Gráfico 7 resume la evolución del CAPE de Shiller, mostrando como, aparte de la burbuja de las tecnológicas a principios de los 2000, las valoraciones son las más altas de los últimos 50 años:

● Gráfico 7. Evolución del CAPE de Shiller en Estados Unidos, 1T'60-4T'17

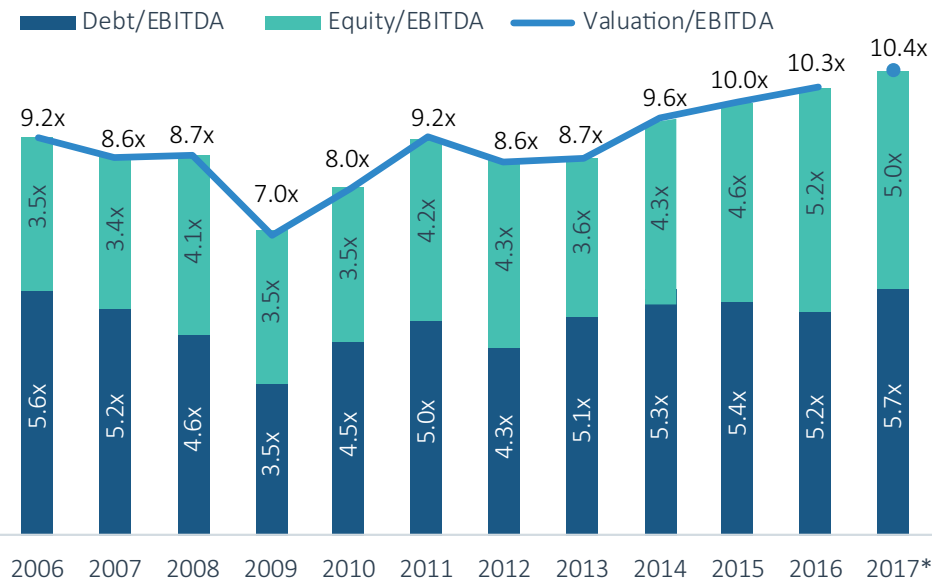
Fuente: Página web de Robert Shiller. El indicador está normalizado con ganancias de los diez últimos años.



Y, por último, las elevadas valoraciones de los mercados públicos de renta variable se trasladan también a elevadas valoraciones en los mercados privados (*private equity*) de renta variable. Según Cox *et al.* (2017), se ha venido apreciando durante el último año aumentos en el valor de las transacciones en el *middle-market* americano parejos a un incremento de la actividad, espoleados por los excedentes de liquidez y la búsqueda de rentabilidad. El Gráfico 8 muestra que dicha búsqueda de rentabilidad está llevando a los inversores a pagar múltiplos más altos (que al igual que en la renta variable pública se traducen en rendimientos futuros esperados menores) con niveles de apalancamiento más elevados. En otras palabras, incluso en las clases de activo más ilíquidas y más alejadas en términos del perfil de riesgo de los activos refugio, los inversores no están siendo apropiadamente recompensados por los riesgos que están asumiendo.

● Gráfico 8. Evolución de múltiplos medios Private Equity, middle-market Estados Unidos, 2006-2017

Fuente: Cox et al. (2017).



3. 2. Nuevos activos “sustitutos”

Aunque la compresión generalizada de las rentabilidades es un fenómeno bien conocido por los participantes del mercado, hay otra consecuencia de la falta de activos refugio menos discutida que ha tenido un impacto aún mayor sobre la estabilidad del sistema financiero: la sustitución de activos refugio de alta calidad (generalmente emitidos por los soberanos) por activos refugio (generalmente privados) de menor calidad. Dicha sustitución ha ganado pedigrí entre los organismos reguladores (Committee on the Global Financial System, 2013; International Monetary Fund, 2012) y la literatura académica (Caballero *et al.*, 2017; Gorton, 2010; Ricks, 2012, 2016) en los últimos años como uno de los mayores causantes de la crisis financiera de 2007 y de otros episodios de gran estrés financiero.

Para Gorton (2010, 2012) y Ricks (2016), a diferencia del resto de economistas (y de la mayoría de los participantes en los mercados), que consideran las burbujas financieras como el principal enemigo a batir, *la raíz fundamental de todas las crisis financieras es el mercado monetario*, aquel segmento de los mercados financieros compuesto de deuda a corto plazo, que por sus características es fácilmente redimible por sus tenedores y puede dar lugar a redenciones en masa. Qué características tenga esa deuda y quiénes sean sus emisores es por tanto no solo una pieza clave en el funcionamiento del propio mercado monetario, sino también en el diseño institucional de un sistema financiero robusto inmune a los pánicos y a las crisis. Para Morgan Ricks, “a la hora de diseñar una política de estabilidad financiera, los pánicos – redenciones en masa de la deuda a corto plazo del sector financiero – deberían ser vistos como “el problema” [...] De manera más directa: evitar los pánicos, en contraposición a, digamos, la prevención de burbujas de activos o la mitigación de “riesgos sistémicos”, debería ser el objetivo central de las políticas de estabilidad financiera – al menos en la medida en que el objetivo de dichas políticas sea evitar desastres macroeconómicos.” (Ricks, 2016, p. 3)

Como hemos mencionado en la introducción, los activos refugio pertenecen a una categoría diferente al resto de los activos, ya que no sólo cumplen las mismas funciones que el resto de los activos, sino que también son cruciales a la hora de diseñar el sistema monetario. La composición y evolución que se considera como activo refugio, por ende, tiene importantes implicaciones en la estabilidad del sistema financiero.

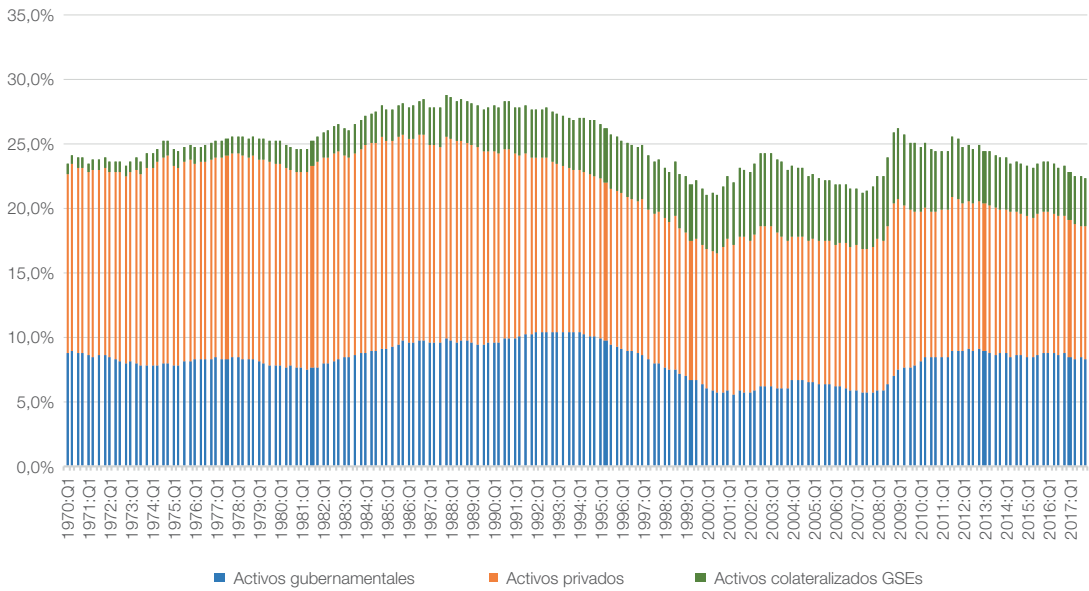
El Gráfico 9 muestra la evolución de los activos refugio, tanto públicos como privados, en Estados Unidos desde 1970,³ en el que se pueden apreciar tres dinámicas importantes. Primera, el porcentaje de activos refugio sobre activos totales ha sido relativamente constante a lo largo del tiempo. Segunda, aunque dicho porcentaje se ha mantenido entre el 20% y el 25%, ha habido importantes movimientos cíclicos, ya que los períodos de estrés financiero han venido precedidos de una reducción de dicho porcentaje. Y finalmente, ha habido una sustitución de activos gubernamentales por activos “sustitutos” emitidos por las GSEs, que, aun teniendo el respaldo implícito del gobierno, sin embargo, son activos cuya última deuda es privada y con características diferentes.

Pero de manera más fundamental, ha habido una transformación cualitativa dentro del sector financiero, *evolucionando desde un modelo de negocio bancario tradicional en el que la forma de financiación era eminentemente a través de depósitos a un modelo mayorista de banca en la sombra* en el que predominan los fondos monetarios, los acuerdos de recompra y papeles comerciales de corto plazo titulizados por *pools* de activos. El Gráfico 10 muestra esta transformación del negocio bancario.

3 Las series de activos gubernamentales comprenden los SDRs (series LM313111303.Q y FL713014003.Q), el dinero en circulación FL313112003.Q, deuda federal (FL314122005.Q), hipotecas multifamiliares (FL313165403.Q) y deuda a nivel municipal (FL213162005.Q y FL213169203.Q). Como deuda refugio privada hemos considerado los pasivos netos interbancarios (FL794110005.Q), las cuentas corrientes (FL793120005.Q), los depósitos a plazo (FL703130005.Q), los fondos monetarios (FL634090005.Q), los acuerdos de recompra (FL792150005.Q) y papel de mercado abierto (FL793169175.Q). Los activos colateralizados por las empresas públicas-privadas (FL423161705.Q) comprenden en su mayor parte los activos respaldados por Fannie Mae y Freddie Mac.

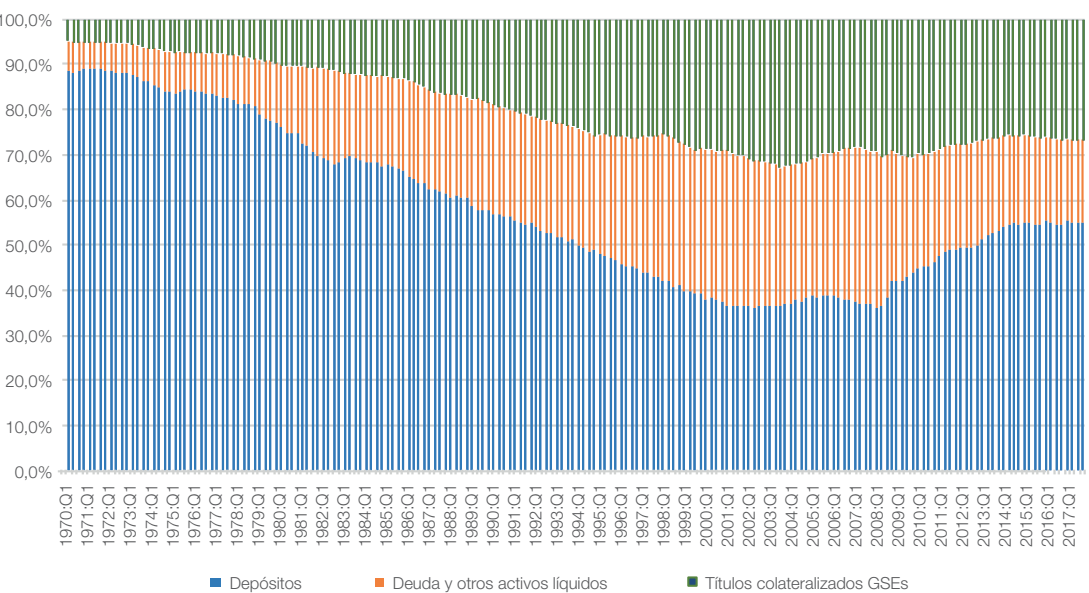
● Gráfico 9. Evolución de los activos refugio en EEUU por sector, como porcentaje de los activos financieros totales en EEUU, 1T'70-4T'17

Fuente: Flujo de fondos de la Reserva Federal y elaboración propia.



● Gráfico 10. Evolución de los activos refugio en EEUU en el sector privado, como porcentaje de los activos financieros refugio privado totales, 1T'70-4T'17

Fuente: Flujo de fondos de la Reserva Federal y elaboración propia.



Es difícil sobrestimar el papel decisivo que ha tenido dicho cambio en la composición de la deuda a corto plazo sobre la estabilidad financiera de la economía estadounidense. Aunque los bancos comerciales están legalmente capacitados con un chárter para emitir deuda a corto plazo (depósitos) mientras que la banca en la sombra no, sus negocios son muy similares: “la banca en la sombra guarda mucho parecido con la banca de depósitos ordinaria. Tanto la banca en la sombra como la tradicional mantienen carteras de activos financieros que financian en gran medida con IOUs de muy corto plazo. En la banca comercial estos IOUs toman la forma de depósitos. En la banca en la sombra los IOUs consisten en una miríada de instrumentos de mercados de financiación a corto plazo [...] dada esta fuerte dependencia en financiación a corto plazo, ambos modelos de negocio son inherentemente susceptibles de una crisis de liquidez o un “pánico” en el que los prestamistas a corto plazo buscan todos redimir simultáneamente” (Ricks, 2016, pp. 3–4). Sin embargo, en virtud de su mismo chárter, la deuda a corto plazo de la banca tradicional tiene una serie de garantías (como la garantía de depósitos) que la banca en la sombra no tiene, haciendo que la primera sea una deuda de mucha mejor calidad. De hecho, todas las medidas que el gobierno estadounidense durante la crisis del 2007 pueden ser vistas como dirigidas a la estabilización de los diferentes medios de financiación de la banca en la sombra (Ricks, 2016, p. 100).

La creación por el sector privado de deuda sustituta no ha sido un fenómeno exclusivo a los años que precedieron a la Gran Recesión, sino que es un comportamiento que se puede generalizar a cualquier período en el que haya habido una demanda insatisfecha de dichos activos. Desde el 2009, las políticas expansivas de los bancos centrales de los países desarrollados, por un lado, creando una fuente de demanda adicional de activos refugio, y las políticas de austeridad fiscal, por otro, restringiendo la creación de activos refugio adicionales, han actuado conjuntamente para que el sector privado vuelva a la fabricación de activos refugio, pero esta vez, como veremos, con características muy diferentes a los episodios anteriores. Nos referimos, por supuesto, a una clase de activo totalmente novedosa y con sus propias particularidades. Nos referimos al auge de las criptomonedas.

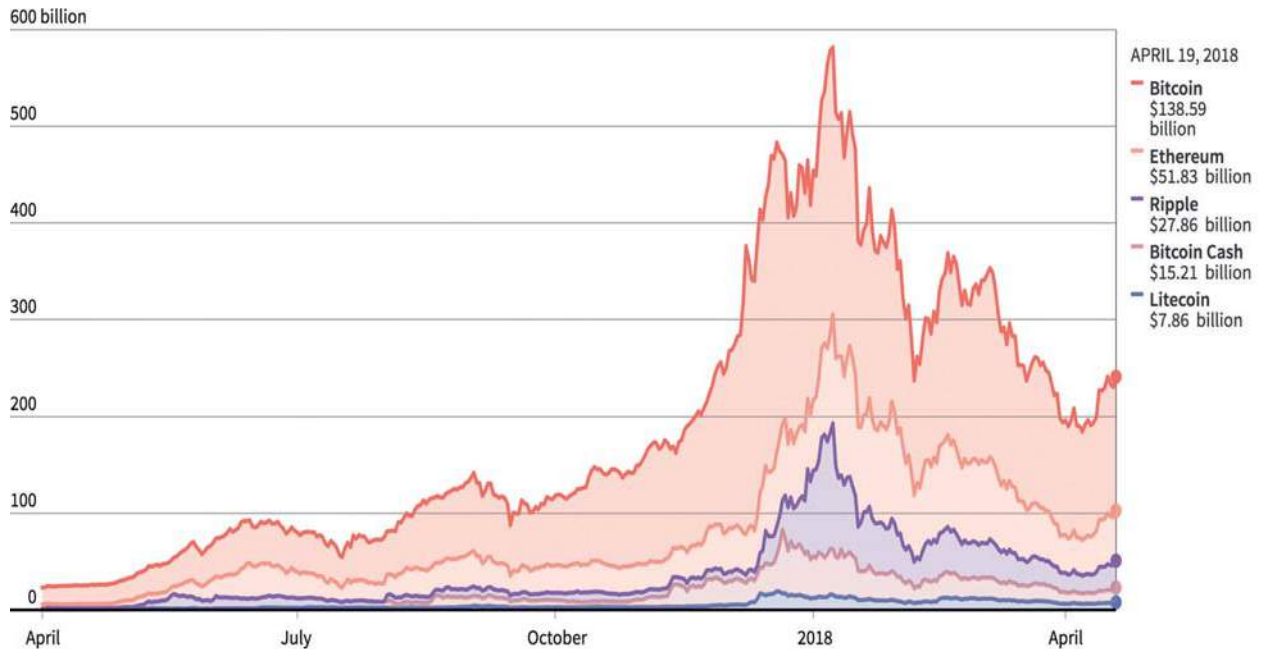
Las criptomonedas (o cryptoactivos), que surgieron en 2009 con el comienzo de operación del bitcoin, son medios digitales de intercambio cuya principal característica es que su funcionamiento no depende de una actividad central, sino de una red descentralizada de agentes (mineros) que validan las transacciones que se realizan en cualquier momento. Aunque se desconoce la identidad de Satoshi Nakamoto, el creador del bitcoin, quedan pocas dudas de que el bitcoin surgió como desafío a la creación de dinero tradicional, ya que como el mismo mencionó en 2009, durante el punto álgido de la crisis financiera, “el problema central con las monedas convencionales es toda la confianza que hace falta para hacer que funcionen. Hay que fiarse del banco central para que no devalúe la moneda, pero la historia de las monedas fiables está llena de incumplimientos de dicha promesa. Hay que fiarse de los bancos para que guarden nuestro dinero y lo transfieran electrónicamente, sin embargo, lo prestan en oleadas de burbujas crediticias con apenas una fracción en reservas.” (Davis, 2011)

El Gráfico 11 muestra la evolución de la capitalización bursátil de las cinco mayores criptomonedas, que han pasado de ser una clase de activo con un tamaño insignificante en 2014 a alcanzar un volumen de más de 500 mil millones de dólares en 2018:⁴

4 El tamaño del mercado total de criptomonedas superó los 800 mil millones de dólares a principios de 2018.

● Gráfico 11. Evolución de la capitalización de las cinco principales criptomonedas, en miles de millones de dólares

Fuente: Reuters. Disponible en <http://fingfx.thomsonreuters.com/gfx/rngs/MARKETS-CURRENCIES-CRYPTO/0100503Y08S/index.html>.



Como resumen de manera sucinta Kaminska (2017), “el fenómeno de las criptomonedas se puede considerar como un movimiento de la banca en la sombra al siguiente nivel de la creación de dinero privado y gestión de la liquidez. Esto implica que los inversores soportan todo el riesgo de liquidez y de valoraciones en sus propios balances, mientras que los propios emisores se libran de tener que proveer ninguna garantía de importe cierto.”

Aunque teóricamente sea correcto vincular la aparición de las criptomonedas a la escasez de activos refugio, cabe señalar algunas diferencias importantes de las criptomonedas respecto a los activos “seguros”, principalmente activos colateralizados con hipotecas, que se crearon antes de la Gran Recesión. La diferencia más importante es que, a diferencia de los activos colateralizados, las criptomonedas no tienen un valor facial predeterminado, con lo que su valoración requiere de obtención de información adicional, con lo que no es un activo *NQA*. Este simple hecho, además de la elevada volatilidad que las ha caracterizado, ha sido la principal razón por la que las criptomonedas no han sido utilizadas como colateral en el mercado de financiación alternativa bancaria de corto plazo, con lo que el papel que jugarían las criptomonedas en una eventual crisis financiera sería mucho menor que el que jugaron los activos colateralizados en las transacciones repo en 2008-2009.

Aunque como su nombre indica las criptomonedas se han creado para poder realizar transacciones de manera segura sin necesidad de recurrir a los canales bancarios tradicionales y para servir de depósito de valor frente a los caprichos de gobiernos y bancos centrales, cabe cuestionarse si las criptomonedas pueden cumplir estos fines de manera fiable. Como hemos visto en la sección 2, la creación de un activo seguro es un proceso costoso, y sólo puede conseguirse de dos maneras: respaldando dicho activo o bien con colateral suficiente o bien con el poder del gobierno para recaudar impuestos. (Gorton, 2016) Dado que las criptomonedas no cumplen ninguna de estas funciones, es difícil pensar que bajo el actual formato las criptomonedas puedan nunca funcionar como activos refugio y medios fiables de pago. No descartamos un futuro prometedor para los medios de pago basados en el *blockchain*, pero en el actual formato no es descabellado pensar que, dada la falta de ningún tipo de respaldo, bajo un escenario de estrés económico habría un generalizado *run on the bitcoin*, al igual que los frecuentes pánicos bancarios de EEUU del siglo XIX o el *run on the repo* que presenciamos durante la Gran Recesión. *La deuda redimible a corto plazo es siempre inestable en momentos de estrés financiero (y más las criptomonedas, con su característica de no tener valor facial alguno), con lo que las criptomonedas como tal no están exentas de este problema.* Todas las “tecnologías” financieras que tenemos hoy en día han sido el resultado de una larga evolución histórica (Goetzmann, 2016), contingentes a las instituciones sociales de cada momento y sujetas continuamente a un proceso darwiniano de prueba y error: las criptomonedas serán un avance financiero que también pasará por varias fases evolutivas hasta que puedan cumplir las funciones para las que en teoría han sido diseñadas. En nuestra opinión, todavía queda un largo camino por recorrer para llegar a dicha fase.

3. 3. El reequilibrio en China y la dificultad de encontrar activos refugio sustitutos

Hasta este momento hemos enfatizado el papel crucial que desempeñan los activos refugio en la esfera financiera, sin mencionar demasiado el papel que juegan en la economía real. Su importancia en la esfera real ha vuelto a escena a principios de este año, cuando los temores a una guerra comercial entre Estados Unidos y China han empezado a aflorar entre la comunidad internacional. Los crecientes déficits comerciales bilaterales entre ambas naciones han dado lugar a descontento entre la clase política estadounidense, dando pie al argumento de que una guerra comercial puede ser la mejor solución para corregir estos desequilibrios.

Una de las conclusiones a la que han llegado los analistas económicos y la prensa internacional es una de las posibles medidas que podría tomar China como represalia en una eventual guerra comercial sería la venta de parte de sus reservas internacionales denominadas en dólares – más específicamente, sus reservas en bonos gubernamentales.⁵ De este modo, argumentan, se ejercería una presión a la baja en el precio del *treasury*, subiendo sus rendimientos y haciendo finalmente que Estados Unidos tuviese que pagar más por financiarse en el mercado de deuda. Pero este análisis, como veremos, es incorrecto, ya que obvia dos cosas: i) China tendría que encontrar otros activos refugio en los que invertir para reemplazar

5 Ver, por ejemplo, Bloomberg (2018) “China Weighs Slowing or Halting Purchases of U.S. Treasuries”.

la venta de los bonos americanos, y ii) los movimientos en la cuenta de capital china (y por tanto en su cuenta corriente), no se pueden entender al margen de los desafíos a los que tiene que hacer frente China a nivel doméstico. En otras palabras, la falta de activos refugio, por un lado, y (como veremos ahora) la propia dinámica del reequilibrio chino por otro, limitan mucho las represalias que China podría tomar.

Desde la crisis financiera global del 2008, momento en el que China empezó a abordar un programa anticíclico de inversiones aún más ambicioso de lo que llevaba realizando hasta ese momento, el debate sobre la evolución económica de China ha estado centrado sobre cómo reequilibrar (*rebalancing*) la economía desde el consumo a la inversión, cuánto se debería tardar idealmente en realizar dicha transición y si este proceso de ajuste es posible hacerlo de una manera ordenada.

Desde hace tres décadas, la principal característica de la economía china ha sido el elevado volumen de inversión,⁶ que ha garantizado el espectacular crecimiento económico visto desde entonces. Aunque varios comentaristas suelen caracterizar el modelo económico chino como dirigido por el comercio exterior (*export-led growth strategy*) (European Central Bank, 2017), lo cierto es que dicha caracterización es incompleta: es mejor verlo como un modelo basado en la inversión (*investment-led growth*) ayudado por el saldo favorable de la balanza de pagos. A diferencia de las economías occidentales, Pekín ha podido crear ingreso a voluntad a través del nivel de inversión gracias al control de la creación de crédito bancario; China ha creado crecimiento económico fijando simplemente la proporción de inversión sobre el PIB. Sin embargo, a diferencia de otros “milagros” de crecimiento económico intensivos en inversión (como EEUU en la época del ferrocarril del siglo XIX, la Alemania nazi en 1930 o Brasil en 1970), China ha podido mantener este modelo en el tiempo más que ningún otro país debido a su posición de balanza de pagos. En la mayoría de los casos, la expansión económica produce entradas de capital, sobrevaloración de la moneda, déficits externos y finalmente crisis económica para ajustar el desequilibrio exterior. El aspecto único de China, históricamente hablando, no ha sido decidir cuánto ingreso crear, sino haber podido mantener en el tiempo un modelo dirigido por la inversión sin haber ocasionado desequilibrios en la cuenta corriente.

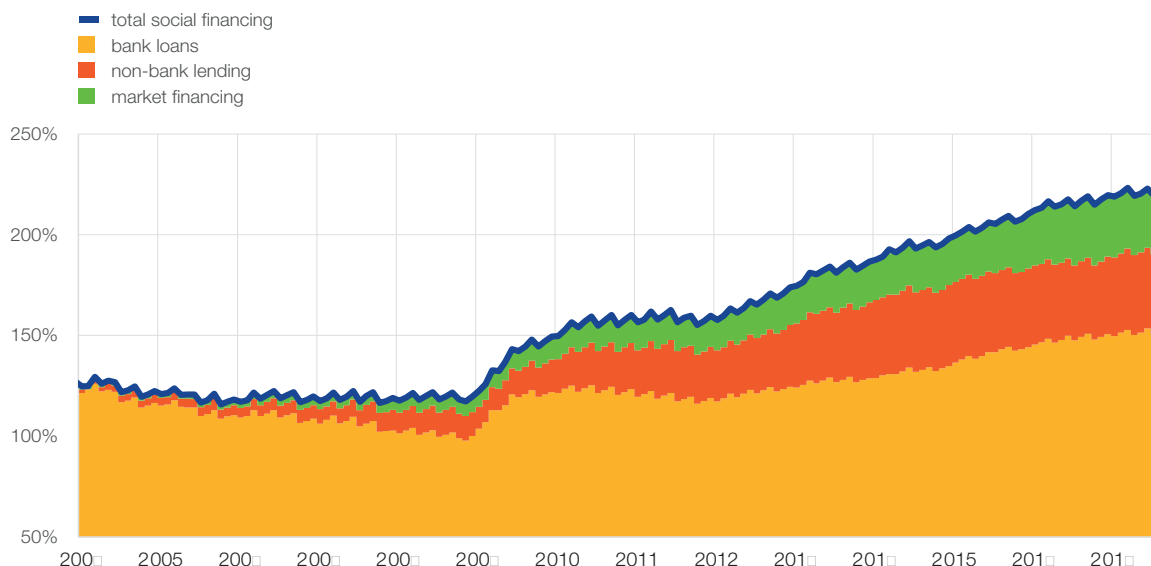
Los modelos dirigidos por la inversión, además de la restricción externa comentada anteriormente, tienen otro problema, son intensivos en deuda. En 2008, con niveles bajos de deuda, este hecho tenía un gran impacto en el crecimiento económico y dicho crecimiento era sostenible, pero no ahora que la deuda de las empresas no financieras supera el 140% del PIB y el del total de la economía el 200%, como se puede ver en el Gráfico 12:⁷

6 Los volúmenes de inversión (pública y privada) han venido representando más del 40% del PIB, y en algunos años más del 50%, en contraposición a las economías occidentales, cuyo porcentaje ha estado entre el 10% y el 20%.

7 Adicionalmente, es bien conocida la tendencia de infraestimar (en algunos casos severamente) en las estadísticas de total social financing los volúmenes de deuda derivados del *shadow banking*. La banca en la sombra ha permitido desviar la actividad crediticia tradicional de las entidades financieras con el propósito de evadir los altos requerimientos de provisiones y capital regulatorio, dados los límites que ha establecido Pekín durante los últimos años a la banca tradicional con el fin de racionar el crecimiento del crédito. Ver Balding (2017) para una discusión de las cifras de la banca en la sombra en el conjunto de deuda china.

● Gráfico 12. Evolución de la deuda total (total social financing) en China, 1M'2004-'17, como % del PIB

Fuente: ECB (2016).



Desde este punto de vista, los elevados niveles de deuda actuales y la necesidad que tendrá China de generar demanda efectiva adicional durante el proceso de reequilibrio (para poder reemplazar la demanda perdida derivada de menores volúmenes de inversión) hacen que cualquier deterioro en su balanza de pagos sea incompatible con una transición controlada.⁸ Es precisamente esta dinámica la que pone a China en una situación negociadora con Estados Unidos con poco margen de maniobra, y la razón por la que las reservas internacionales denominadas en dólares no presentan ningún argumento negociador para China.

A cierre de enero del 2018, las reservas chinas de activos refugio en dólares (que no incluyen obviamente activos en renta fija corporativa o en acciones) ascendían a unos 1,5 billones de dólares, que representan algo menos de la mitad respecto a los más de 3 billones de reservas que mantienen en total.⁹ El Gráfico 13 muestra la evolución mensual de las reservas totales y el desglose de las reservas de activos en dólares chinas desde el 2011, en el que se puede apreciar un descenso en el volumen de las reservas desde el 2016 dada la política del PBoC de defender un tipo de cambio estable contra el dólar:

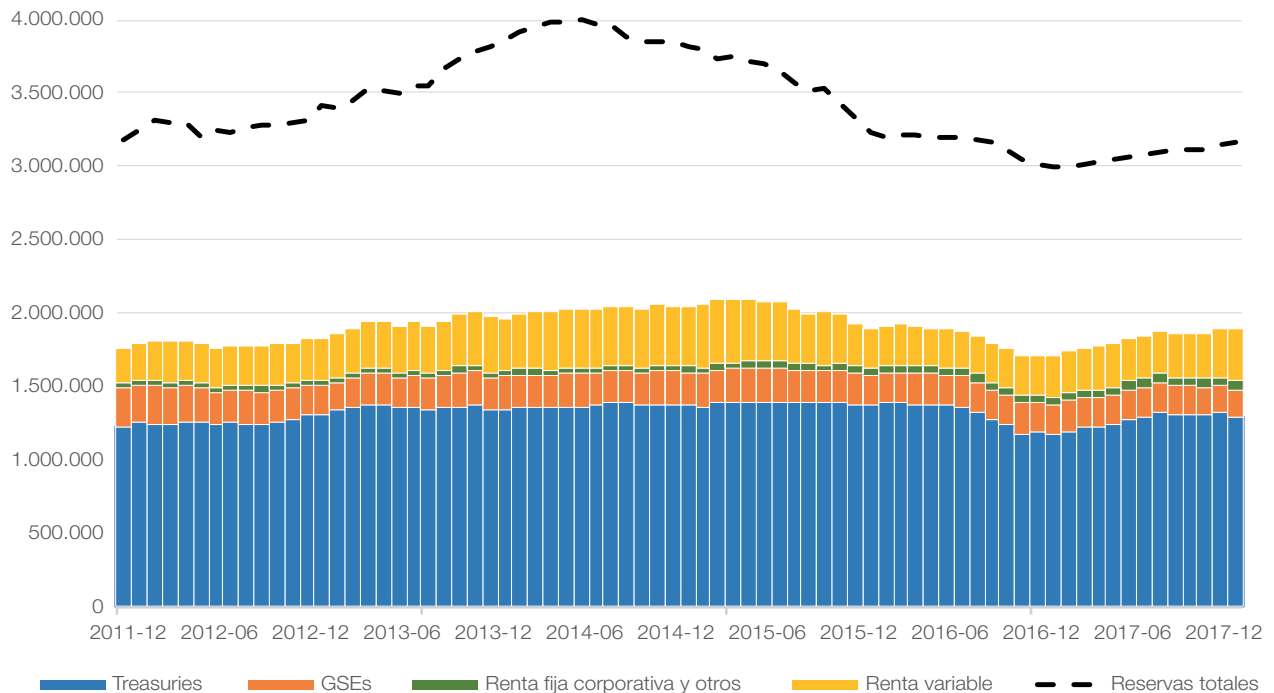
⁸ Por otra parte, y de manera más sutil, cualquier reequilibrio que implique reducir la participación de la inversión de manera sustancial implica reducir la participación de los beneficios y aumentar la de los salarios (López Bernardo & López Martínez, 2015). Los beneficios a nivel agregado vienen determinados por la suma de la inversión, más el déficit gubernamental, más el superávit en la cuenta corriente, más los dividendos menos el ahorro de los hogares (esta ecuación es una identidad contable, que por lo tanto siempre se cumple). En una economía como China, donde la inversión de los últimos años no ha tenido precedente histórico equivalente, esto significa que los beneficios empresariales de los últimos años han venido dados en gran medida por la ingente cantidad de inversión realizada. Es decir, la reducción de la participación de la inversión sobre el PIB que veremos en China en los próximos años implicará una reducción de la participación de los beneficios, y por tanto, de los flujos de caja de los que dispondrán las empresas para hacer frente al repago de deuda.

⁹ Incluimos como deuda refugio en dólares no sólo los bonos del tesoro mantenidos en China continental, que son los que suelen citar los analistas, sino también los mantenidos en Hong-Kong y en Macao. También incluimos las tenencias de bonos colateralizados por las empresas privadas respaldadas por el gobierno (GSEs), básicamente Fannie Mae y Freddie Mac. Dichos bonos colateralizados tuvieron un gran peso en las reservas chinas hasta el año 2007, pero dado los problemas de liquidez en estos activos durante la crisis financiera los chinos han rebajado la proporción mantenida en dichos activos desde entonces.

● **Gráfico 13.** Evolución de las reservas totales chinas y de las principales clases de activo denominadas en dólares, en millones de dólares, 12M'11-1M'18

Fuente: US Department of Treasury (TIC), State Administration of Foreign Exchange (SAFE) y elaboración propia.

Cada uno de los activos incluye China continental, Hong Kong y Macao.



Como hemos mencionado antes, los superávits en la cuenta corriente han sido una de las razones que han hecho posible llevar hasta sus últimas consecuencias el modelo de crecimiento chino dirigido por la inversión. Sin embargo, dado que un cambio en las reservas internacionales chinas implica, por lógica contable, un cambio en la posición de la balanza de pagos, cualquier reducción de las reservas en dólares chinas (si no está compensado por un aumento en las reservas denominadas en otras monedas) implicaría un déficit en la balanza de pagos, una opción que se antoja poco apetecible para Pekín dado los volúmenes de deuda interna. En otras palabras, en una hipotética guerra comercial, las reducciones de reservas internacionales en dólares no serían un eficaz mecanismo de represalia contra Estados Unidos. Pettis (2018) resume las opciones que China tendría al respecto, concluyendo que en todos los casos el impacto de las represalias chinas tendría poco efecto en Estados Unidos y efectos negativos en China. Adaptando las opciones que propone Pettis a nuestro contexto, las opciones serían cuatro:

- » Comprar menos activos gubernamentales americanos y sustituirlos en igual cuantía por otros activos americanos – no tendría efecto sobre la balanza de pagos china, pero implicaría un cambio radical en la composición de sus reservas internacionales, siendo más vulnerables en momentos de estrés financiero.

- » Comprar menos activos gubernamentales americanos y sustituirlos en igual cuantía por gubernamentales de otras economías desarrolladas - no tendría efecto sobre la balanza de pagos china, pero implicaría un cambio en la composición de sus reservas internacionales, comprando deuda de emisores (especialmente Alemania y Japón por su condición de deuda refugio) con elevados riesgos de duración, y menos atractiva a este respecto que la deuda americana.
- » Comprar menos activos gubernamentales americanos y comprar activos de economía emergentes – no tendría efecto sobre la balanza de pagos china, pero implicaría un cambio radical en la composición de sus reservas internacionales, siendo más vulnerables en momentos de estrés financiero y aumentando los riesgos de convertibilidad en caso de inestabilidad en los tipos de cambio.
- » Comprar menos activos gubernamentales americanos y no sustituir dichos activos por ningún otro activo internacional –tendría un efecto negativo sobre la balanza de pagos china que, dadas las restricciones de reequilibrio a nivel interno, hace que sea la opción menos atractiva a priori de las cuatro.

En definitiva, el objetivo de Pekín de mantener un equilibrio interno y externo hace que tenga poco margen de maniobra a la hora de negociar cuestiones de comercio exterior. Por un lado, la falta de activos refugio internacionales rápidamente convertibles a moneda local ha venido limitando las opciones de China para reciclar sus históricos superávits por cuenta corriente. Y por otro lado, la mayor acumulación de deuda de la historia ha dejado a Pekín con una situación económica delicada y con un conjunto de soluciones (tales como redistribución de la renta para favorecer mayores niveles de consumo o elevados niveles de inflación para reducir la deuda) de difícil implementación política. Ninguna de estas soluciones, como esperamos haber dejado claro, pasa por cambios drásticos en la política de las reservas internacionales en dólares.

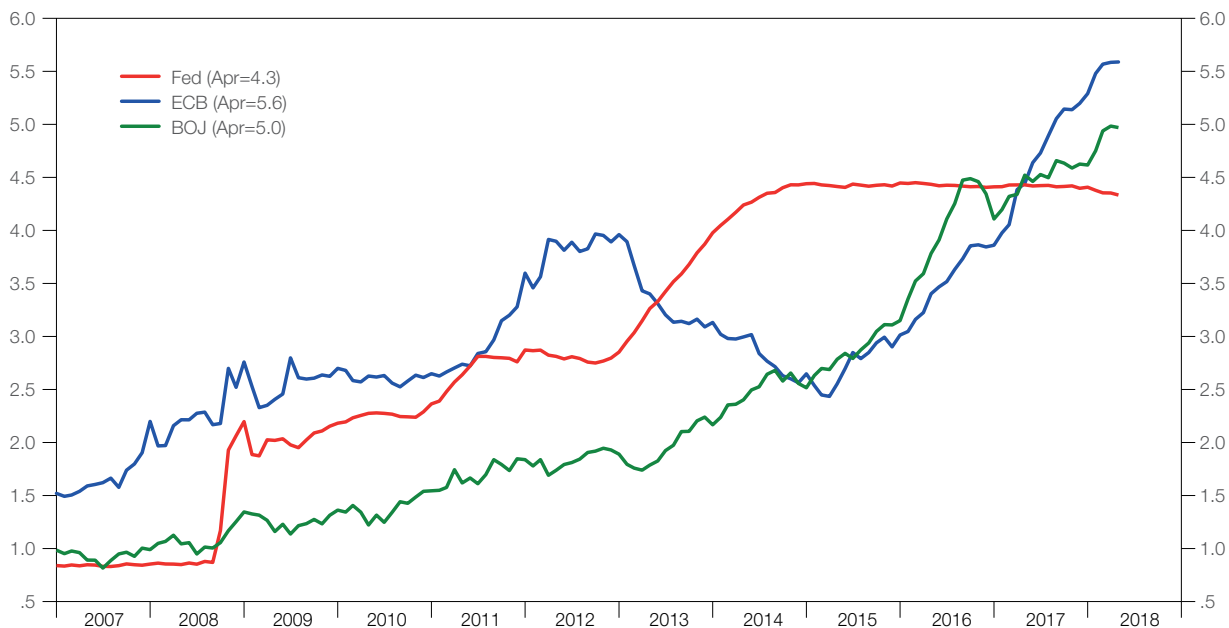
4. Bancos centrales y efectos colaterales de las políticas monetarias recientes

En esta sección trataremos de las políticas monetarias de los bancos centrales durante los últimos años. Dada la magnitud de dichas políticas por la situación extraordinaria que representó la crisis financiera global, las acciones de los bancos centrales se han convertido en una de las mayores fuentes de demanda de activos refugio, complicando aún más el panorama y las dinámicas de oferta y demanda de los activos refugio. Adicionalmente, como veremos, y al margen de su impacto en el mercado de activos refugio, las políticas monetarias han podido crear efectos adicionales no deseados, como bajos niveles de volatilidad o mayores niveles de deuda a nivel mundial.

Las drásticas medidas tomadas por los bancos centrales como consecuencia de la crisis económica pueden apreciarse en el Gráfico 14, que muestra la evolución del balance de la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón durante la última década, y cómo pasaron de tener de manera conjunta activos por valor de 3 billones de dólares en el año 2007 a más de 15 billones en 2018, un esfuerzo no solo enorme en términos absolutos sino como proporción del PIB también, sin parangón en la historia moderna:

● **Gráfico 14.** Evolución de los activos totales de la FED, el ECB y el Banco de Japón, en billones de dólares, 2007-2018

Fuente: Haver Analytics.



Desde el 2014, momento en que la FED anunció el fin de su programa de expansión cuantitativa, su balance se ha mantenido constante en torno a los 4,5 billones de dólares, cantidad que se reducirá en los próximos años dado el anuncio de reducción de su balance.

En la eurozona, las actuaciones del BCE se pueden describir en cuatro apartados principales en materia de políticas no convencionales: las operaciones de mercado abierto para refinanciaciones a muy corto plazo, MROs (*Main Refinancing Operations*), las operaciones de inyección de liquidez a tres años, LTROs (*Longer-Term Refinancing Operation*), las operaciones para reforzar las operaciones de financiación de más largo plazo, TLTROs (*The targeted longer-term refinancing operations*) y, con el fin de complementar estos instrumentos, un programa ampliado de compra de activos, el APP (*Expanded Asset Purchase Programme*), donde se incluyen todos los programas de compra de valores del sector privado y del público para hacer frente a los riesgos de un potencial período de baja inflación que se pudiese extender en el tiempo.¹⁰

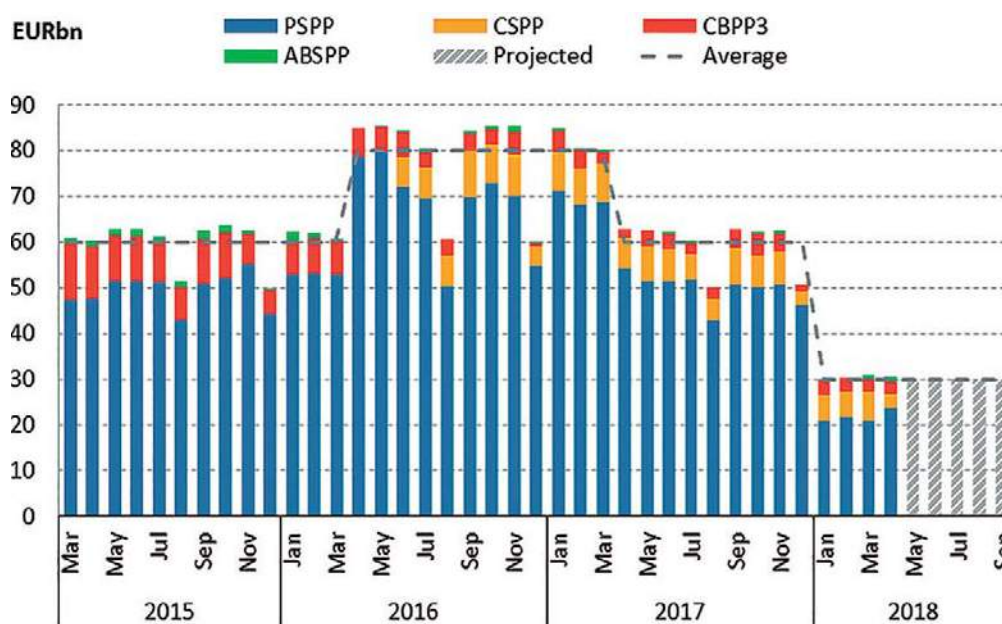
Respecto a este programa, el pasado 26 de octubre de 2017, el Consejo de Gobierno del BCE decidió reducir las compras netas (*tapering*) de 60.000 millones de euros a 30.000 millones desde enero de 2018 hasta

¹⁰ Este programa consta de cuatro programas adicionales: el CBPP3 (*Third Covered Bond Purchase Programme*), el ABSPP (*Asset-Backed Securities Programme*), el PSPP (*Public Sector Purchase Programme*) y el CSPP (*Corporate Sector Purchase Programme*).

finales de septiembre de 2018. Sin embargo, el Consejo de Gobierno del BCE reiteró que el Eurosistema continuará reinvertiendo los pagos de principal de los valores adquiridos en el marco del programa de compra de activos a medida que vayan venciendo durante un período prolongado una vez finalizadas sus compras netas de activos y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario.

● Gráfico 15. APP compras netas mensuales por programa, billones de euros, 2015-2018

Fuente: Banco Central Europeo.



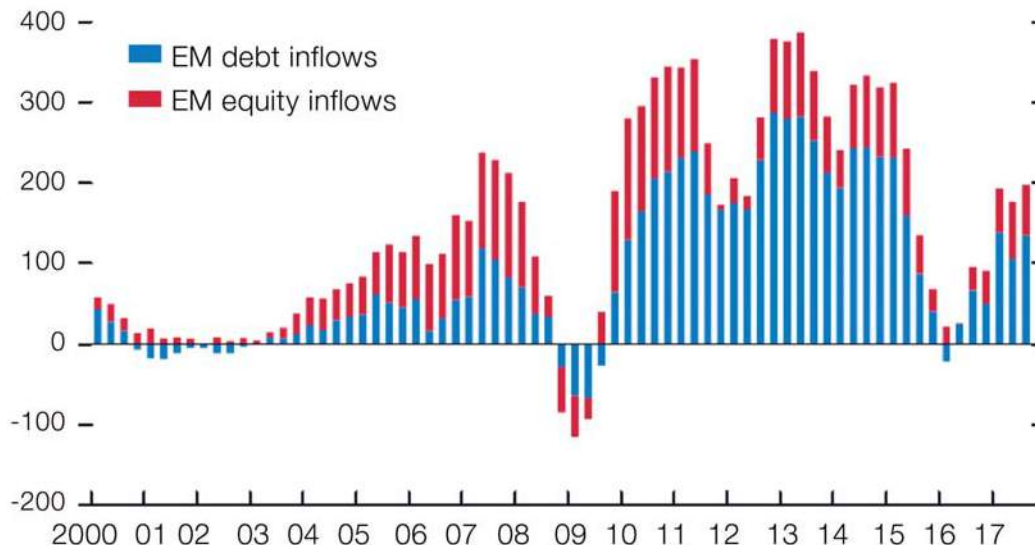
En la actualidad, estas medidas han apoyado considerablemente a la recuperación económica de la zona euro y a la estabilidad del sistema financiero. Tomando como referencia los datos de la última reunión de política monetaria del pasado 8 de marzo de 2018, el Consejo de Gobierno del BCE afirmó que el ritmo de expansión de la economía mundial fue mucho más fuerte en la segunda mitad de 2017, impulsando las exportaciones de la zona euro, lo que ha llevado a un crecimiento trimestral del PIB en la zona euro del 0,6% para el cuarto trimestre de 2017, manteniendo un crecimiento generalizado en la mayoría de los países miembros. Aunque desde el 2013 ha habido otros factores probablemente más decisivos (como la caída de más de 60 dólares en el precio del petróleo o la depreciación del euro frente al dólar) en la recuperación de la eurozona que la política monetaria del BCE y el “whatever it takes” de Mario Draghi, no cabe duda de que la política monetaria no ha presentado obstáculos al crecimiento y si cabe, lo único que puede achacarse es que tales medidas no se tomaran año antes, como hizo Estados Unidos en su caso.

Por otro lado, las políticas expansivas aplicadas hasta la fecha pueden estar ayudando a generar potenciales vulnerabilidades en cuanto a estabilidad financiera se refiere. De acuerdo al Fondo Monetario Internacional (2017, pp. 17–37), los principales efectos no deseados de las políticas expansivas son los siguientes:

- » **Compresión de las rentabilidades de los activos y sus volatilidades:** ya lo hemos comentado anteriormente de manera extensa. Dicha compresión no solo viene dada por las políticas de los bancos centrales, sino por las dinámicas ya explicadas de oferta y demanda que afectan a los activos refugio, y que van más allá de la sola influencia de las políticas monetarias.
- » **Inestabilidad en las cuentas de capital de las economías emergentes:** como consecuencia del anterior punto, la búsqueda de rentabilidad en las economías desarrolladas ha provocado que las economías emergentes se hayan visto beneficiadas por la captación de flujos de capital, mejorando en muchos casos su posición de reservas internacionales y obteniendo una mayor diversificación en sus fuentes de financiación, como un mayor acceso a los mercados internacionales de bonos. Como se puede ver en el Gráfico 19, tras dos años de sequía de flujos internacionales por la caída en el precio de las materias primas, los flujos durante el 2017 han vuelto a ser sólidos, especialmente en países como Colombia, Méjico, Sudáfrica y Turquía:

● **Gráfico 16.** Flujos de inversión internacional en países emergentes, miles de millones de dólares, flujos trimestrales anualizados, 2000-2017

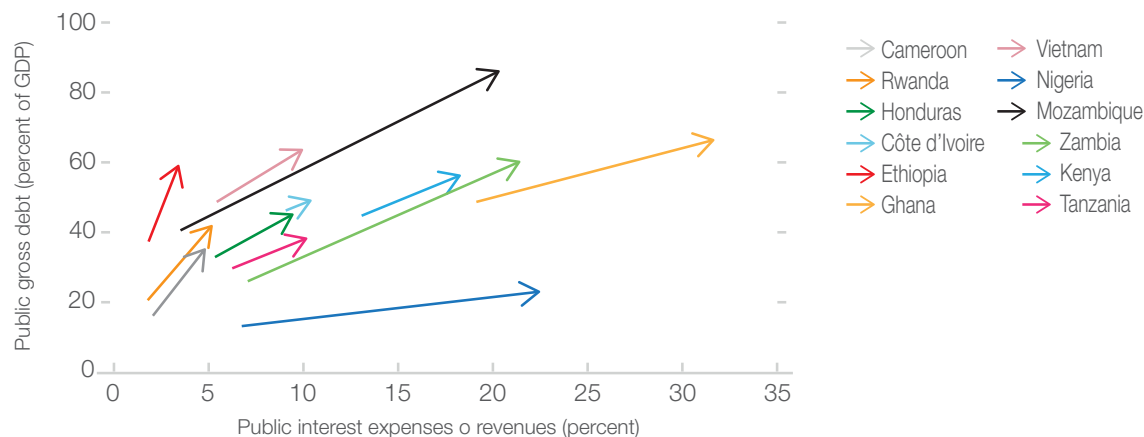
Fuente: Fondo Monetario Internacional (2017, p. 25).



- » Sin embargo, la facilidad de financiación se traslada a mayores volúmenes de deuda que, a la larga, serán una carga cuando el ciclo de las economías desarrolladas, y las políticas expansivas de los bancos centrales, reviertan a la media (Pettis, 2001). El Gráfico 17 muestra la evolución.

● Gráfico 17. Ratios de sostenibilidad de la deuda y su evolución en una selección de países emergentes, 2012-2018

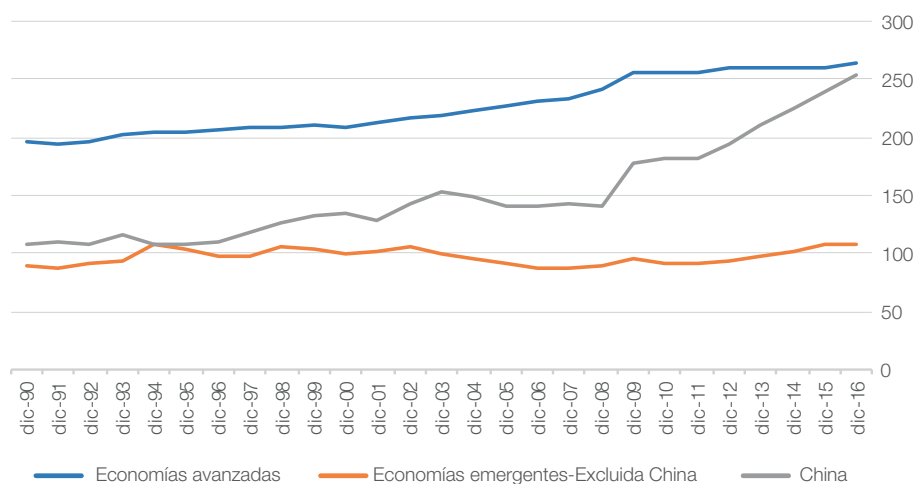
Fuente: Fondo Monetario Internacional (2017, p. 26).



» **Mayores niveles de deuda a nivel global:** y finalmente, los mayores niveles de deuda no solo se localizan en las economías emergentes que han utilizado los bajos tipos para obtener financiación, sino también en las economías del G20, que han tenido que hacer frente a los problemas derivados de la crisis financiera global. Aunque alrededor del 80% del apalancamiento incremental desde el 2016 proviene del sector corporativo chino y de la deuda federal estadounidense (International Monetary Fund, 2017, p. 32), el incremento ha sido generalizado, como puede verse en el Gráfico 18, en donde los niveles de deuda en 2016 alcanzaban el 235% del PIB para las economías del G20:

● Gráfico 18. Evolución ratio deuda bruta/PIB en las principales economías (G-20) desarrolladas y emergentes, 1990-2016

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2017) y elaboración propia.



» Un análisis más detallado como el del Gráfico 19 nos muestra que, sin embargo, los balances del sector privado (con la excepción de China y del boom inmobiliario canadiense) han sido reparados en gran parte, estando en condiciones similares a la situación previa a la crisis financiera. Son los gobiernos los que han asumido esta deuda a través de políticas procíclicas de demanda efectiva, creando al mismo tiempo activos refugio y sustituyendo en parte a los emitidos por el sector privado que perdieron valor durante la crisis. Aunque como hemos mencionado el grado de apalancamiento es elevado y muchos de estos emisores podrían verse afectados en un hipotético escenario de subida de tipos, creemos que las dinámicas durante los últimos años han sido favorables para la estabilidad del sistema financiero, y que de continuar esta tendencia deberíamos ver reducciones adicionales en el apalancamiento del sector privado – y, eventualmente, en el público.

● Gráfico 19. Evolución ratio deuda bruta/PIB en las principales economías (G-20) desarrolladas y emergentes, 1990-2016

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2017, p. 34).

		Advanced Economies									Emerging Market Economies									
		JPN	CAN	USA	GBR	ITA	AUS	KOR	FRA	DEU	CHN	BRA	IND	ZAF	TUR	MEX	RUS	SAU	ARG	IDN
General	2006	184	70	64	41	103	10	29	64	66	25	66	77	31	45	38	10	26	70	36
	2016	239	92	107	89	133	41	38	96	68	44	78	70	52	28	58	16	13	54	28
Households	2006	59	74	96	90	36	105	70	44	65	11	14	10	39	9	12	8	12	4	11
	2016	57	101	79	88	42	123	93	57	53	44	23	10	35	18	16	16	15	6	17
Nonfinancial Corporations	2006	100	76	65	79	67	73	83	56	49	105	39	38	33	27	14	32	28	20	14
	2016	92	102	72	73	71	79	100	72	46	165	44	45	37	67	28	52	50	12	23
Total	2006	343	221	225	210	205	187	183	164	180	142	118	125	104	81	64	49	66	93	61
	2016	388	295	259	250	246	243	232	226	168	254	145	125	124	113	103	84	78	73	68

5. Conclusiones

Los activos refugio son uno de los pilares fundamentales de los sistemas financieros modernos. Hemos resaltado las múltiples funciones que desempeñan dichos activos como depósito de valor para los hogares, como referencia sobre el cual medir el rendimiento y riesgo del resto de clases de activos, como herramienta de política monetaria de los Bancos Centrales, como activo para que los bancos puedan cumplir sus regulaciones prudenciales o como colateral en el mercado de repos interbancario. También hemos analizado las dinámicas de oferta (la creación de activos sustitutos por la banca en la sombra) y demanda (el crecimiento de los países emergentes, los requisitos de Basilea III, las reformas de los mercados de derivados OTC) que han provocado que durante muchos años la provisión de dichos activos haya sido inadecuada. Aunque solo hemos arañado la superficie del tema, esperamos con esta panorámica haber

demostrado la importancia de los activos refugio en nuestros sistemas financieros de hoy en día y por qué no se pueden entender temas como la comprensión de la rentabilidad de los activos (por la que se suele echar la culpa de manera simplista a los bancos centrales) aisladamente sin conceptualizar el funcionamiento de los sistemas económicos como un todo.

Nos gustaría concluir con tres reflexiones. La primera de ellas es que la creación de activos refugio es ante todo no un problema económico, sino regulatorio (Gelpern & Gerding, 2016), con lo que a este respecto hay margen de mejora en muchos frentes. El diseño de un esquema para la emisión de deuda conjunta en la eurozona sería un claro ejemplo a este respecto. Aunque una unión fiscal y unos bonos respaldados por la zona euro en su conjunto sería la solución más natural (De Grauwe, 2016), las complejidades políticas de tal objetivo hacen que dicha solución esté lejana por el momento. Sin embargo, se han propuesto otras soluciones alternativas. La más directa sería que los Estados emitiesen deuda en diferentes tramos (senior y junior), con lo que no habría mutualización de la deuda (es decir, un Estado podría incumplir sus compromisos de pago sin afectar a la salud de los otros) y la protección de los activos senior estaría estipulada por contrato. Sin embargo, dicha solución no resolvería el problema de la fragmentación de la eurozona y dudamos de si aumentaría el volumen de activos refugio. En este sentido, Brunnermeier *et al.* (2016) proponen la creación de eurobonos sintéticos, que comprenden tanto un tramo senior seguro como un tramo junior con mayor riesgo y respaldados por una cartera diversificada de bonos de los distintos Estados ponderados por alguna regla fijada de antemano (proporción del PIB, por ejemplo).¹¹ Dicha cartera de bonos la compraría una entidad especial (SPV) creada a tal efecto y evitaría los riesgos morales de la “mutualización” de la deuda. Gracias a esta innovación contractual, el volumen total de activos seguros en la zona del euro aumentaría mientras que cada uno de los países de la zona euro seguirían siendo responsables de su propia deuda.¹²

En segundo lugar, hemos explicado en detalle las dinámicas de oferta y demanda de los activos refugio durante las últimas décadas, sin mencionar cuáles serán las dinámicas relevantes de ahora en adelante. Sin embargo, es de esperar que varias de estas dinámicas desaparezcan en el tiempo mientras que aparezcan otras nuevas que ganen en importancia. Cruz López *et al.* (2013) propone una serie de factores que tendrán influencia en la oferta y demanda de activos colateralizables a futuro. Aunque como hemos visto la colateralización solo supone una de las funciones de los activos refugio y por lo tanto la lista que proponen es un subconjunto de todos los factores, el listado da una idea de la complejidad de los múltiples factores que entran en juego y de que hacerse una idea cuantitativa del impacto final es difícil. Los autores concluyen en tono optimista que, “a nivel agregado, el aumento estimado de demanda de colateral es mucho menor que la potencial oferta disponible.” (Cruz López *et al.*, 2013, p. 50). La Tabla 2 ofrece un listado de los factores comentados:

11 Las simulaciones realizadas por Brunnermeier *et al.* (2016) muestran, por ejemplo, que un nivel de subordinación del 30% sería suficiente para alcanzar una tasa de pérdida esperada a cinco años en el tramo junior comparable a la de los bonos emitidos por emisores con los diferenciales más elevados. La pérdida esperada a cinco años del tramo senior sería ligeramente menor a la del bono alemán.

12 Para una discusión de las diferentes alternativas hasta la fecha, ver Van Riet (2017). Para alternativas adicionales en esta línea, ver ESRB (2018).

● **Tabla 2.** Listado de factores y su impacto a futuro sobre la oferta/demanda de activos colateralizables

Fuente: Cruz López et al. (2013).

Cambios en la Demanda		Cambios en la Oferta	
Fuentes Estructurales	LCR - Basilea III	↑ Ampliar los criterios de elegibilidad de la garantía	↑
	Reformas de los mercados de derivados OTC	↑ Límites a la rehipotecación y reutilización colateral	↓
	Gestión de reservas de divisas	↑ Necesidades de financiación privada a largo plazo	↑
	Aumento de transparencia del mercado	↓ Necesidades de financiación soberana a largo plazo	→
		↑ Innovación financiera (e). transformación del colateral)	↑
Fuentes Cíclicas (Periodos de estrés)	Incremento en la aversión al riesgo	↑ Incremento en el riesgo soberano	↓
	Incremento en el riesgo de crédito	↑ Disminución de las titulizaciones	↓
	Disminución de la actividad del mercado monetario unsecured	↑ Respuesta de la política fiscal	↑
	Respuesta de la política monetaria (Demanda HQA)	↑ Respuesta de la política monetaria (Oferta HQLA)	↑

Dadas las múltiples influencias que afectan a la oferta y demanda de activos refugio, siempre será difícil tener una imagen clara a futuro sobre la existencia de posibles desequilibrios. Quizás la mejor opción sea tomar una posición agnóstica y tener un sistema preparado para si los desequilibrios se vuelven severos. Por ello, es importante tener una regulación financiera coherente que permita atajar dichas situaciones. Y aquí es donde entra nuestra última reflexión.

No pensamos que los derroteros que ha tomado la regulación actual (tanto a nivel macroprudencial como a nivel microeconómico) sean las directrices a seguir a futuro. Muchos argumentarán que el grado de complejidad regulatorio es simplemente el fruto de un sistema financiero cada vez más complejo, pero también se podría utilizar la causalidad invertida y argumentar que el sistema financiero es cada vez más complejo debido a regulaciones cada vez más complejas. Complejidad, además, no es sinónimo de efectividad en estos temas, sino de falta de entendimiento del problema a atajar. Como observa magistralmente Ricks (2016, p. 250): “históricamente, las principales leyes bancarias en Estados Unidos han sido admirablemente concisas [...] la primera de estas [leyes bancarias], la Ley Bancaria Nacional de 1864, tenía 19 páginas. La segunda, la Ley de la Reserva Federal de 1913, ascendió a 24. La tercera, la Ley Bancaria de 1933 – que estableció la famosa separación Glass-Steagall así como la garantía de depósitos– se cerró en 33. La Ley Dodd-Frank de 2010 es de un orden diferente de magnitud. Consiste en 848 páginas de texto estatutario, en su mayoría sobre regulación de estabilidad financiera. Y esto es solo la

punta del iceberg. Dodd-Frank incluye en total 390 requisitos reglamentarios, la mayoría relacionados con estabilidad financiera.” Conviene recordar que con la “sencilla” Ley Bancaria de 1933 el sistema financiero americano vivió más de 70 años sin eventos sistémicos importantes.

Un sistema regulatorio más sencillo tendría como objetivo final arreglar los mercados de financiación a corto plazo, un tema prácticamente sin discusión en la monstruosa Ley Dodd-Frank, pero que como muchos reguladores y académicos empiezan a argumentar son la razón última de los pánicos financieros y los colapsos económicos con fatales consecuencias macroeconómicas. Una propuesta a tal efecto se puede encontrar en Ricks (2016).

En dicha propuesta, solo los bancos aprobados con un *chárter* podrían conducir sus operaciones emitiendo deuda a corto plazo; el resto de entidades financieras tendrían que financiar sus carteras de activos en los mercados de capitales (plazos superiores a un año). Dada la ventaja de costes en la financiación de corto plazo, los bancos aprobados en el sistema estarían limitados a invertir solamente en obligaciones gubernamentales y en activos privados de alta calidad. Los bancos, en efecto, funcionarían como una *joint-venture* con el gobierno para la creación y circulación de dinero: a cambio de tener la prerrogativa de emitir deuda a corto plazo, los bancos estudiarían el riesgo de crédito de emisores privados específicos y concederían préstamos que de otro modo el gobierno no podría llegar. El gobierno limitaría la cantidad de instrumentos monetarios emitidos totales a través de un sistema de “*cap and trade*”, en el que cada banco individual tendría límites a los instrumentos monetarios que podría emitir pero que podría comercializar dichos límites con otros bancos dependiendo de las oportunidades de inversión relativas. Finalmente, los bancos pagarían una comisión al Estado por la prerrogativa de emitir dinero, y este se haría cargo automáticamente de los bancos que no pudiesen honrar sus compromisos de pago. Aunque la propuesta de Ricks es la más innovadora y radical (aunque fuertemente basada en la historia bancaria de los Estados Unidos), cada vez hay más propuestas destinadas a atajar el problema de los pánicos bancarios (Cochrane, 2014). Es de esperar que éste sea uno de los temas centrales en las discusiones a futuro.

La experiencia reciente nos ha enseñado que una adecuada conceptualización de los activos refugio es importante para alcanzar muchas de las metas que los sistemas económicos actuales aspiran a alcanzar. En este sentido, la capacidad del sector privado para la generación de activos refugio es absolutamente esencial para aportar suficiente liquidez a los mercados de hoy en día, una tarea que sería difícilmente alcanzable para los Estados individualmente. Como ilustra brillantemente William Goetzmann en su libro sobre la historia de las finanzas (Goetzmann, 2016), la tecnología financiera es como cualquier otra invención humana, sujeta a un continuo proceso de aprendizaje, de prueba y de error, y siempre fruto de los problemas que intenta resolver. Aunque la tecnología financiera detrás de los activos refugio es la más simple que pueda existir (un simple compromiso de pago a futuro), su naturaleza sencilla se ha resistido a soluciones permanentes hasta ahora. Ojalá que el proceso de prueba y error que hemos experimentado recientemente, sin embargo, nos ayude a entender mejor la importancia de los activos refugio en las sociedades de hoy en día.

6. Referencias

- » Baker, D. (2018). The Future of Fannie and Freddie. *American Affairs*, 2(1).
- » Balding, C. (2017). Everything We Think We Know About Chinese Finances is Wrong. *Balding's World*. Retrieved from <http://www.baldingsworld.com/category/banking/>
- » Barclays (2012). *Equity Gilt Study 2012*.
- » Barclays (2013). *Equity Gilt Study 2013*.
- » Bernanke, B. (2005). The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit. In *Sandridge Lecture*. Virginia: Virginia Association of Economists.
- » Brunnermeier, M., Langfield, S., Pagano, M., Reis, R., Van Nieuwerburgh, S., & Vayanos, D. (2016). *ESBies: Safety in the Tranches* (ESRB Working Paper Series No. 21).
- » Caballero, R. (2006). *On the Macroeconomics of Asset Shortages* (NBER Working Paper Series No. 12753).
- » Caballero, R. (2010). *The "Other" Imbalance and the Financial Crisis* (NBER Working Paper Series No. 15636).
- » Caballero, R., Farhi, E., & Pierre-Olivier, G. (2017). The Safe Assets Shortage Conundrum. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 29-46.
- » China Weighs Slowing or Halting Purchases of U.S. Treasuries. (2018). *Bloomberg*. Retrieved from <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-10/china-officials-are-said-to-view-treasuries-as-less-attractive>
- » Cochrane, J. (2014). Toward a Run-Free Financial System. In M. Neil Bailly & J. Taylor (Eds.), *Across the Great Divide: New Perspectives on the Financial Crisis* (pp. 197–249). Hoover Press.
- » Committee on the Global Financial System (2013). *Asset Encumbrance, Financial Reform and the Demand for Collateral Assets* (CGFS Papers No. 49).
- » Cox, D., Hanson, B., Hoang, K., & Sam, J. (2017). *PitchBook. 3Q'17 US Private Equity Middle Market*.
- » Cruz López, J., Mendes, R., & Vikstedt, H. (2013). The Market for Collateral: The Potential Impact of Financial Regulation. *Financial System Review*, June, 45–53.
- » Davis, J. (2011). The Crypto-Currency. *The New Yorker*. Retrieved from <https://www.newyorker.com/magazine/2011/10/10/the-crypto-currency>
- » De Grauwe, P. (2016). *Economics of Monetary Union* (Eleventh E). Oxford, UK: Oxford University Press.
- » ESRB High-Level Task Force on Safe Assets (2018). *Sovereign Bond-Backed Securities: a Feasibility Study*.
- » European Central Bank (2017). *Economic Bulletin, Issue 7*.
- » Gelpern, A., & Gerding, E. (2016). Rethinking the Law in "Safe Assets. In R. Buckley, E. Avgouleas, & D. Arner (Eds.), *Reconceptualising Global Finance and Its Regulation* (pp. 159–189). Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- » Godley, W. (1992). Maastricht and All That. *London Review of Books*. Retrieved from <https://www.lrb.co.uk/v14/n19/wynne-godley/maastricht-and-all-that>
- » Goetzmann, W. (2016). *Money Changes Everything. How Finance Made Civilization Possible*. New Jersey: Princeton University Press.
- » Gorton, G. (2010). *Slapped by the Invisible Hand*. New York: Oxford University Press.

- » Gorton, G. (2012). *Misunderstanding Financial Crises: Why We Don't See Them Coming*. New York: Oxford University Press.
- » Gorton, G. (2016). *The History and Economics of Safe Assets* (NBER Working Paper Series No. 22210).
- » Gourinchas, P.-O., & Jeanne, O. (2012). *Global Safe Assets* (BIS Working Papers No. 399).
- » Grantham, J. (2018). *Bracing Yourself for a Possible Near-Term Melt-Up (A Very Personal View)*. Retrieved from <https://www.gmo.com/docs/default-source/research-and-commentary/strategies/asset-allocation/viewpoints---bracing-yourself-for-a-possible-near-term-melt-up.pdf>
- » International Monetary Fund (2012). *Safe Assets: Financial System Cornerstone?*
- » International Monetary Fund (2015). *2015 External Sector Report*.
- » International Monetary Fund (2017). *Global Financial Stability Report*.
- » Izabella Kaminska (2017). Silicon Valley's Cryptocurrency Craze is a Bubble in the Making. *Financial Times*. Retrieved from <https://www.ft.com/content/b12dd3ea-6ba9-11e7-bfeb-33fe0c5b7eaa>
- » Krugman, P. (2011). Original Sin And The Euro Crisis. *The New York Times*. Retrieved from <https://krugman.blogs.nytimes.com/2011/11/10/original-sin-and-the-euro-crisis/>
- » López Bernardo, J., & López Martínez, F. (2015, December 31). On the Chinese Rebalancing Timetable: a Reply to Professor Pettis. *The Beauty Contest*. Retrieved from <http://www.thebeautycontest.es/china/on-the-chinese-rebalancing-timetable-a-reply-to-professor-pettis/>
- » Pettis, M. (2001). *The Volatility Machine. Emerging Economies and the Threat of Financial Collapse*. Oxford University Press.
- » Pettis, M. (2013). *The Great Rebalancing. Trade, Conflict, and the Perilous Road Ahead for the World Economy*. New Jersey: Princeton University Press.
- » Pettis, M. (2018). Why China Likely Won't Buy Fewer U.S. Treasury Bonds. *Michael Pettis China Financial Markets*. Retrieved from <http://carnegieendowment.org/chinafinancialmarkets/75248>
- » Ricks, M. (2012). A Regulatory Design for Monetary Stability. *Vanderbilt Law Review*, 65(5), 1289–1360.
- » Ricks, M. (2016). *The Money Problem. Rethinking Financial Regulation*. Chicago, US: The University of Chicago Press.
- » Smaghi, L.B. (2011). The Triffin Dilemma Revisited. In *Conference on the International Monetary System: Sustainability and Reform Proposals*.
- » Triffin, R. (1960). *Gold and the Dollar Crisis: the Future of Convertibility*. New Haven: Yale University Press.
- » Van Riet, A. (2017). *Addressing the Safety Trilemma: a Safe Sovereign Asset for the Eurozone* (ESRB Working Paper Series No. 35).

MERCADO DE CAPITALES E IMPACTO DE MIFID II/MIFIR EN LA CONTRATACIÓN DE RENTA FIJA

Úrsula García Giménez

Socia de finReg 360



Antes de unirse a finReg 360 en enero de 2017, Úrsula ha sido socia del Departamento de Regulación Financiera de Deloitte Abogados, y anteriormente desarrolló su carrera durante 9 años en Cuatrecasas en el Departamento de Banca, Seguros y Entidades Financieras. A lo largo de su trayectoria profesional ha prestado asesoramiento habitual en materia regulatoria a Instituciones de Inversión Colectiva, empresas de servicios

de inversión y entidades de crédito, y ha participado en numerosos proyectos de implantación regulatoria (especialmente en el área de mercados de capitales, derivados y banca mayorista), constitución de entidades reguladas y en el diseño de estructuras de distribución de productos financieros. Es licenciada en Derecho por la Universidad Pontificia Comillas (ICADE) y LL.M en Derecho Bancario y Finanzas Internacionales, por la Universidad de Londres, University College London (UCL).

Ana Benítez Lanza

Asociada Principal de finReg 360



Antes de unirse a finReg 360 en diciembre de 2016, Ana trabajó durante más de 6 años como Asociada Senior del departamento regulatorio financiero de Deloitte, prestando asesoramiento especializado a entidades financieras, especialmente en el ámbito de MiFID/MiFIR y anteriormente en KPMG Abogados en el Departamento Mercantil. A lo largo de su trayectoria profesional ha prestado asesoramiento habitual en materia

regulatoria a entidades financieras, en especial en el ámbito de gestión de activos, normas de conducta y en el ámbito de mercados. Asimismo, ha participado asesorando en operaciones mercantiles y en el ámbito societario. Es licenciada en Derecho y Ciencias Políticas por la Universidad Autónoma de Madrid.

Irene Fernández de Buján Díez-Canseco

Asociada Sénior de finReg 360



Antes de unirse a finReg 360 en enero de 2017, Irene ha trabajado como asociada en el Departamento de Regulación Financiera de Deloitte Abogados, y anteriormente en BBVA, en el área de asesoría jurídica y en Clifford Chance como Abogada en el departamento de Real Estate. A lo largo de su trayectoria profesional ha prestado asesoramiento continuado en materia regulatoria en proyectos de implantación de nueva regulación en

entidades financieras (normativa MiFID, IDD, gobierno corporativo, control interno, etc.). También ha prestado asesoramiento regulatorio a Instituciones de Inversión Colectiva, tanto españolas como extranjeras, así como Sociedades Gestoras. Es licenciada en Derecho y Administración y Dirección de Empresas por la Universidad Pontificia Comillas (ICADE).

CONTENIDOS

1. Introducción	42
2. Nuevas obligaciones en la contratación de renta fija	45
2.1. Evolución del mercado y efecto de las nuevas obligaciones	45
2.2. Información sobre costes y gastos	46
2.3. Mejor ejecución	47
2.4. Obligaciones de transparencia posnegociación	47
2.5. Información poscontractual a los clientes	48
3. Cambios en la estructura del mercado de renta fija	48
3.1. Internalizador sistemático	49
3.2. Sistemas organizados de contratación (OTF)	51
4. Nuevas obligaciones para los centros de negociación	52
5. Proveedores de servicios de suministro de datos	53
6. Nuevos requerimientos sobre incentivos	54
7. El servicio de análisis financiero considerado como un incentivo	56
8. Conclusiones y expectativas	57
9. Bibliografía	58

1. Introducción

La armonización de la normativa comunitaria sobre la prestación de servicios de inversión comienza en 1993 con la Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión. Esta directiva conciliaba los requisitos de autorización y funcionamiento de las empresas de servicios de inversión (ESI) y establecía el pasaporte comunitario para la prestación de servicios de inversión en la Unión Europea mediante el establecimiento de una sucursal o el régimen de libre prestación de servicios sin establecimiento.

La Unión Europea va un paso más allá cuando en 2004 aprueba la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), que supone la homogeneización de las normas de conducta en la prestación de servicios de inversión en este ámbito. Esta armonización persigue dos importantes objetivos: (i) aumentar la protección de los inversores en la Unión Europea, garantizando que sea la misma con independencia del mercado en el que operen y reforzando la idea de un mercado único, y (ii) fomentar la equidad, la transparencia, la eficacia y la integración de los mercados financieros europeos, rompiendo el tradicional monopolio de las bolsas en la contratación de renta variable, al introducir nuevas figuras como las plataformas alternativas de negociación (sistemas multilaterales de negociación o MTF por sus siglas en inglés).

Estos MTF suponen una alternativa para los clientes que quieran adquirir renta variable, que ya no tendrán que dirigirse necesariamente a las bolsas de valores, lo que se traduce en una competencia entre los diferentes centros de negociación y, por tanto, un ajuste en las comisiones de intermediación de dichos centros.

Se configuran, pues, los MTF como un sistema multilateral, como recoge su propia denominación, operado por una ESI o por un gestor del mercado, que permite aunar intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a operaciones, de forma similar a como lo hacen las bolsas de valores. Así, en el caso de España, es posible adquirir acciones cotizadas españolas en Turquoise, Bats Europe y Chi-X, entre otros, y, adicionalmente, existen los siguientes MTF, en los que se cotizan acciones que no se negocian en los mercados secundarios oficiales:

- » El MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija), que se puso en marcha en 2013, es un mercado de renta fija de compañías de mediana dimensión, dirigido fundamentalmente a inversores institucionales.
- » El MAB (Mercado Alternativo Bursátil), constituido en 2006, es un mercado orientado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse. Además de las empresas en expansión, en el MAB cotizan, en segmentos diferenciados, otro tipo de compañías como las SICAV (Sociedades de Inversión de Capital Variable), las SOCIMI (Sociedades de Inversión en el Mercado Inmobiliario), las ECR (Entidades de Capital Riesgo) y las SIL (Sociedades de Inversión Libre).

- » Por último, Latibex, que se creó en 1999, es un mercado internacional solo para valores latino-americanos. Los valores cotizan en euros en el sistema electrónico de la Bolsa española (SIBE) y las empresas suministran al mercado la misma información que a las instituciones supervisoras de sus mercados de origen.

Otra figura regulada por la MiFID como cauce para la negociación de renta variable es la de los internalizadores sistemáticos. Son ESI que, en lugar de acudir a los centros de ejecución para materializar las órdenes de sus clientes sobre renta variable, realizan esas órdenes contra su cuenta propia, al margen de un mercado regulado o un MTF. Esta figura no ha tenido demasiado éxito dado que la renta variable se opera con menor frecuencia fuera de mercados.

En el ámbito de la protección al inversor, la MiFID introduce nuevas normas de conducta, incide en las obligaciones de información a los clientes por las entidades financieras y regula la evaluación de la idoneidad y conveniencia de los productos financieros para los clientes.

La aplicación de la MiFID, que comenzó en 2007, coincidió en el tiempo con la grave crisis financiera que Europa sufrió a principios de 2008 y con una rápida evolución de los mercados financieros para adaptarse a la nueva situación económica. Estos factores provocaron que esa regulación pronto quedase desfasada y fuera necesaria su adaptación a las nuevas realidades del mercado y los consumidores, así como su revisión para corregir aquellos aspectos en los que se había demostrado insuficiente.

Teniendo clara la necesidad de fortalecer el marco regulador de los mercados de instrumentos financieros, también se vislumbró la necesidad de regular, de algún modo, la negociación que tiene lugar en los mercados extrabursátiles, procurando dotarla de una mayor transparencia, mejorando la protección de los consumidores y reforzando la confianza de los inversores. Con estas medidas se pretendían abordar los ámbitos no regulados y garantizar que los supervisores contasen con las competencias necesarias para desarrollar sus cometidos en ellos.

En este contexto, en el año 2011, la Comisión Europea abordó la posibilidad de llevar a cabo una revisión de la citada normativa y, después de varios años de tramitación, en 2014 se aprobó la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo (MiFID II), que busca la revisión y el refuerzo de las normas de conducta en la prestación de servicios de inversión e incluye las obligaciones aplicables a los mercados financieros y a sus miembros o participantes. La MiFID II se complementa con el Reglamento (UE) 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo (MiFIR) que desarrolla fundamentalmente aspectos relativos a las infraestructuras de mercado y su régimen de transparencia.

Desde el 3 de enero de 2018, la MiFID II, el MiFIR y su correspondiente normativa de desarrollo (en adelante nos referiremos de forma genérica a este cuerpo legislativo como la MiFID II) forman el marco legislativo que regula los requisitos aplicables en Europa a las ESI, los mercados regulados y demás centros de negociación, los proveedores de servicios de suministro de datos y las empresas

de terceros países que presten servicios de inversión o realicen actividades de inversión dentro de la Unión Europea.

En cuanto al ámbito de aplicación, junto a los productos de inversión, se incorporan los depósitos estructurados con capital garantizado (excluidos los depósitos de tipo variable cuya rentabilidad esté directamente vinculada a un índice de tipos de interés como euríbor o líbor), productos del negocio típico bancario, pero no los seguros con componente de inversión, cuya comercialización, tras un largo debate en el seno comunitario, finalmente se regula por la Directiva de Distribución de Seguros en lugar de por la MiFID II.

En lo que se refiere a la tipología de clientes a los que busca proteger la normativa, la MiFID establecía tres categorías de clientes: clientes minoristas, clientes profesionales y contrapartes elegibles (también conocidas como inversores institucionales).

Una de las principales novedades de la MiFID II es el refuerzo de la protección a clientes profesionales e institucionales, ya que, como señala la propia exposición de motivos de la directiva, “la crisis financiera ha mostrado que los clientes no minoristas no siempre aprecian los riesgos que plantean sus inversiones. Si bien es necesario dejar sentado que las normas de conducta deben ejecutarse en beneficio de los inversores que más necesidad tienen de protección, es conveniente calibrar mejor los requisitos aplicables según las categorías de clientes. Por ello, procede hacer extensivos algunos requisitos de información y notificación a las relaciones con contrapartes elegibles”.

En lo que se refiere a las infraestructuras de mercado, la MiFID II afecta de manera directa a la estructura y a la organización de los centros de negociación de instrumentos financieros, impone normas para la autorización y registro de dichos mercados y fija obligaciones relacionadas con su funcionamiento y organización.

Adicionalmente, la MiFID II genera grandes implicaciones para el funcionamiento de los mercados financieros, tanto en renta variable como en renta fija y en derivados. Concretamente, las modificaciones en los mercados de renta fija y derivados se convierten en estructurales, puesto que la MiFID II introduce nuevas formas de negociación de estos instrumentos, refuerza sustancialmente las obligaciones de transparencia, sea para la operativa en mercado, sea la realizada OTC (*over the counter*), y extiende a esos instrumentos de renta fija y derivados los requisitos de transparencia pre y post negociación que con la MiFID ya se exigían a la renta variable. Se crean asimismo nuevas estructuras de mercado, como los *Organised Trading Facility* (OTF) o Sistemas Organizado de Contratación (SOC).

Este nuevo marco regulatorio afecta a todo el proceso de contratación de instrumentos financieros y obliga a las ESI, a las entidades de crédito bajo el ámbito de aplicación de la MiFID II, a los mercados de capitales y a las autoridades de supervisión a adaptarse a esta nueva realidad de negociación.

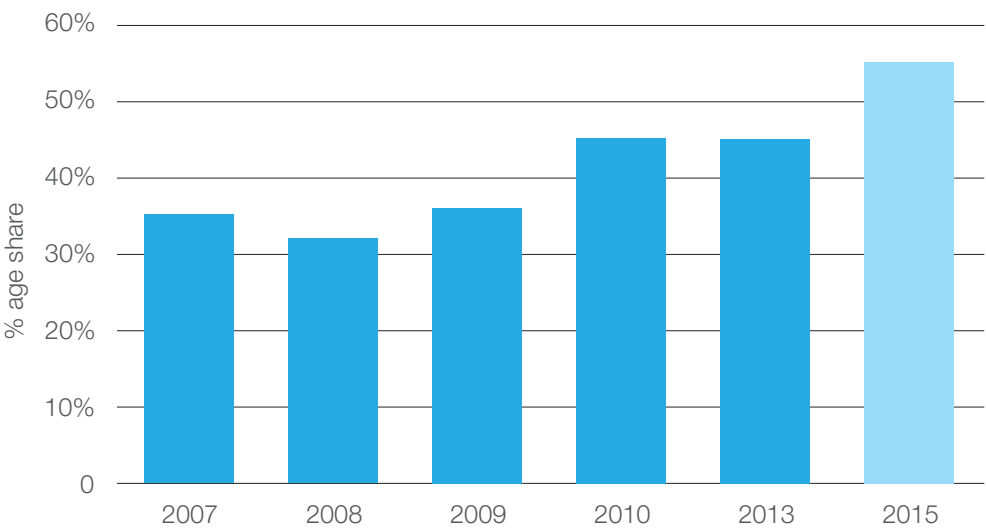
2. Nuevas obligaciones en la contratación de renta fija

2.1. Evolución del mercado y efecto de las nuevas obligaciones

El mercado de renta fija ha sufrido una gran evolución en los últimos años (tabla 1). El modelo de *trading* tradicional, que se basaba fundamentalmente en la negociación bilateral por voz, ha ido dando paso a un mayor volumen de contratación electrónica debido tanto a los avances tecnológicos en el sector financiero, que han impulsado la transición hacia la contratación electrónica, como a la presión regulatoria. En este sentido, la MiFID II, con sus nuevos requisitos de transparencia, acelerará esta transformación de la estructura de mercado.

■ **Tabla 1.** Porcentaje de volumen de contratación electrónica en el *Buy Side* de renta fija

Fuente: SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association), Celent



Además, la necesidad de ser capaz de trazar todas las fases de la contratación y de cumplir las obligaciones de transparencia de precios tanto pre como post negociación, que la MiFID II aplica no únicamente a la negociación en mercados, sino también a la bilateral OTC, dificultan la operativa por voz y suponen un incentivo adicional a la negociación electrónica e incluso a realizar la operativa directamente en centros de negociación, ya que en ese caso son dichos centros los que deberán cumplir con las obligaciones de transparencia.

Estas obligaciones de transparencia resultan de aplicación, en primer lugar, con carácter previo a la contratación, dado que la norma exige hacer transparentes volúmenes y cotizaciones de valores de renta fija antes

de su ejecución, en determinadas circunstancias y con exenciones en función de la liquidez de los activos. También los clientes recibirán información sobre costes y gastos estimados antes de la contratación.

Por otro lado, en el momento de la contratación se incrementan también las obligaciones de información sobre costes y gastos de las operaciones, así como la necesidad de justificar la mejor ejecución de las órdenes de los clientes. Por último, en la post contratación, deberá hacerse pública la información sobre el precio de las operaciones ejecutadas.

En los siguientes apartados se detallan estas obligaciones.

2.2. Información sobre costes y gastos

La MiFID II hace hincapié en la obligación de las entidades de proporcionar a los clientes información suficiente sobre los costes y gastos de los instrumentos financieros que contraten y los servicios que se les presten, tanto de forma previa (debiéndose dar costes reales o estimaciones) como en la confirmación en D+1 de la operación cerrada y en el informe anual de costes y gastos.

Para el mercado de renta fija, este es, sin duda, uno de los cambios más significativos de la MiFID II, puesto que la obligación de informar no se limita a los costes y gastos explícitos, como por ejemplo las comisiones de intermediación en bolsa, sino que también se extiende a los costes implícitos (márgenes o *mark-ups*) en la operación, que son las comisiones habituales en el mercado de renta fija en el que, al contrario de lo que sucede con la renta variable, las comisiones explícitas son mucho menos habituales y es común el cobro de comisiones con un margen en el precio de compra o venta al cliente.

Estos costes implícitos en el precio —según ha indicado la ESMA— deben expresarse como la diferencia entre el precio de la posición para la entidad (*fair value*) y el precio final para el cliente. Aquel precio no ha de ser necesariamente el precio de adquisición del instrumento, si la entidad lo tiene en su balance, pues habrá tenido que ajustarlo por las fluctuaciones del valor de mercado antes de ofrecérselo a un cliente. Por ello, las variaciones de precio deberán tenerse en cuenta para el cálculo del *fair value*, que se entenderá como el valor de mercado del instrumento financiero en el momento de la operación con el cliente.

Adicionalmente, y por separado, se informará a los clientes de los incentivos cobrados o pagados por los terceros de acuerdo con las obligaciones de información en el caso de incentivos permitidos.

Por tanto, con todas estas nuevas obligaciones, los inversores conocerán explícitamente cuánto están pagando y a quién, cuando compren o vendan uno u otro producto, puesto que se explicitarán todas las comisiones repercutidas al cliente, y los incentivos pagados y recibidos por la entidad financiera comercializando el producto.

2.3. Mejor ejecución

La mejor ejecución en la MiFID pretende que las entidades que prestan servicios de inversión adopten medidas suficientes para obtener el mejor resultado posible para sus clientes cuando ejecutan sus órdenes o las transmiten a un tercero para su ejecución.

Una de las principales novedades en la MiFID II es la exigencia de que, en el caso de que la operación se realice OTC, como suele ocurrir con la operativa de renta fija, se compruebe la equidad (*fairness*) del precio propuesto al cliente, para lo que deberá compararse con el precio de productos equivalentes.

En el mundo de la renta fija, esto supone la obligación para las entidades de recopilar los datos de mercado que han utilizado para la estimación del precio propuesto al cliente y, en la medida de lo posible, se procura comparar dichos precios con otros de productos similares disponibles en el mercado.

Otra de las novedades de la MiFID II en el ámbito de la mejor ejecución consiste en la publicación que tendrán que realizar las entidades anualmente. Esta publicación incluye, respecto de cada tipología de instrumento financiero, información acerca de los cinco principales centros de ejecución de órdenes de clientes, en términos de volúmenes de negociación y de número de operaciones durante el año anterior. Las entidades que transmitan órdenes a un tercero para su ejecución también publicarán la información anual sobre las cinco principales entidades a las que transmiten las órdenes de los clientes. Adicionalmente, se exige la publicación de información sobre la calidad de las ejecuciones durante el año precedente.

Por último, es importante que las entidades cuenten con los registros y la documentación necesaria para cada una de las operaciones, con el objetivo de poder evidenciar el proceso de contratación y el cumplimiento de la mejor ejecución respecto de las órdenes de los clientes.

2.4. Obligaciones de transparencia posnegociación

Para vigilar y controlar con eficacia las actividades de los centros de negociación y de las ESI en el ámbito OTC, y con el fin de reforzar la información disponible sobre la conclusión de operaciones, tanto en mercados como en bilaterales OTC, los centros de negociación y las ESI deben publicar el volumen, el precio y la hora en la que se hayan concluido las operaciones ejecutadas sobre instrumentos financieros negociados en un centro de negociación.

Esta información se hace pública por un Agente de Publicación Autorizado (APA), figura a la que nos referiremos más adelante, en el plazo de 15 minutos en el caso de operaciones de renta fija (5 minutos a partir de 2021), lo cual permite que cualquiera pueda ser conocedor de los detalles de la operación que se ha llevado a cabo de manera casi inmediata a la conclusión de la operación.

Existen determinadas excepciones que deberán ser autorizadas por la autoridad competente, de acuerdo con el tamaño de la orden y la liquidez del activo. En estos casos, se permite a las entidades y centros de negociación hacer pública la información en un plazo más amplio que el antes mencionado de 15 minutos.

2.5. Información poscontractual a los clientes

La MiFID II introduce novedades en lo que respecta a la información poscontractual que las entidades prestadoras de servicios de inversión han de facilitar a sus clientes tras la realización de servicios de inversión o auxiliares. Dichas obligaciones son de aplicación tanto a clientes minoristas como a profesionales y, en determinados supuestos, también se exige facilitar información a las contrapartes elegibles (si bien es posible celebrar acuerdos para limitar el contenido y la frecuencia de la información).

Destacan entre estas obligaciones la necesidad de informar a los clientes de las pérdidas en gestión de carteras, siempre que el valor global de la cartera gestionada experimente una reducción del 10 % (y, posteriormente, en múltiplos del 10 %), y a los clientes minoristas de las pérdidas en instrumentos apalancados bajo custodia (por ejemplo, un contrato por diferencias), y en operaciones que impliquen pasivos contingentes (esto es, que la operación suponga un compromiso real o potencial superior al coste de adquisición del instrumento financiero) cuando el valor inicial del instrumento se deprecie en un 10 % (y, posteriormente, en múltiplos del 10 %).

3. Cambios en la estructura del mercado de renta fija

Además de las obligaciones de transparencia e información a clientes indicadas, la MiFID II introduce cambios sustanciales en la estructura del mercado de renta fija al crear dos nuevas figuras: los internalizadores sistemáticos y los OTF.

Las entidades que realicen negociación por cuenta propia ejecutando órdenes de clientes en renta fija deberán analizar su operativa para decidir si se encuadra dentro de la figura de internalizador sistemático o del OTF. El aspecto clave para determinar si estamos ante uno u otro es la existencia de riesgo en la operación; es decir, se exige que la operativa de los internalizadores sistemáticos les implique riesgo de mercado, sin que sea posible la utilización de la cuenta propia únicamente para el “pase” de la operación al cliente (operativa conocida como *back to back*), ya que en ese caso el regulador entiende que esa figura se asemeja más a la de un centro de negociación, en el que se casan intereses de compra y venta de clientes, y por tanto sería necesaria la transformación en OTF.

A continuación, se analizan con más detalle las principales características de ambas figuras.

3.1. Internalizador sistemático

La figura del internalizador sistemático ya existía con la MiFID, pero se aplicaba este régimen solo para operaciones con instrumentos de renta variable. Ahora se amplía esta figura a los instrumentos asimilables a la renta variable y a los instrumentos de *non-equity*, esto es, bonos y obligaciones, titulizaciones, derechos de emisión y derivados.

En el ámbito de la renta fija, las entidades que negocian por cuenta propia ejecutando órdenes de clientes —es decir, aquellas que cuando reciben una orden de un cliente para la adquisición de un activo la ejecutan contra su cuenta propia y son ellas mismas la contrapartida para el cliente— podrán decidir voluntariamente convertirse en internalizadores sistemáticos y deberán serlo en cualquier caso siempre que superen los umbrales establecidos por la ESMA, a partir de septiembre de 2018.

Serán las entidades las obligadas a realizar los cálculos correspondientes sobre su operativa con el objetivo de determinar su condición de internalizador sistemático respecto de un instrumento financiero concreto. Para la renta fija, los cálculos y la determinación de esa condición deberán realizarse para cada ISIN.

Por el momento, los umbrales preestablecidos por el regulador para bonos son los de la tabla 2.

● **Tabla 2. Umbrales aplicables a bonos para el régimen de internalizador sistemático**

Fuente: Elaboración propia a partir de MiFID II (Reglamento Delegado 2017/565)

Umbrales	Cálculo	Resultado
Frecuente & Sistemático (instrumentos líquidos)	Número de operaciones ejecutadas por cuenta propia OTC Número de operaciones totales en la UE	≥ 2,5 % y al menos una vez a la semana
Frecuente & Sistemático (instrumentos ilíquidos)	Media de operaciones a la semana	≥ 1 a la semana
Sustancial*	Volumen de operaciones ejecutadas por cuenta propia OTC Volumen de operaciones totales en la UE	≥ 0,1 %
	Volumen de operaciones ejecutadas por cuenta propia OTC Volumen de operaciones totales ejecutadas por la entidad	≥ 25 %

* Para que una entidad sea considerada internalizador sistemático deberá superar los tres umbrales mencionados. En relación con el umbral relativo a que la negociación debe ser sustancial, únicamente será necesario que se cumpla uno (i.e., respecto a la negociación total de la Unión Europea o respecto a la negociación total de la propia entidad en la que se incluye negociación OTC y negociación en centros de negociación sobre el bono específico).

Como próximo paso para esta nueva realidad, previsto para agosto de 2018, el regulador europeo deberá publicar la información relativa a la negociación total de cada bono en la Unión Europea, a fin de permitir que las entidades puedan realizar los cálculos necesarios para determinar si alcanzan los umbrales para ser considerados internalizadores sistemáticos. Con esos datos, las entidades serán capaces de realizar sus propios cálculos, determinarse ante la autoridad competente como internalizadores sistemáticos y empezar a cumplir con las obligaciones de transparencia prenegociación el 1 de septiembre de 2018.

Si nos centramos en el mercado de renta fija, cuando la entidad supere los umbrales establecidos para un ISIN, deberá notificar a la autoridad competente su condición de internalizador sistemático, calificación que será extensible a todos los bonos de la misma clase emitidos por dicha entidad o cualquier entidad del grupo, teniendo en cuenta la clasificación de la tabla 3.

■ **Tabla 3. Clasificación de bonos**

Fuente: Elaboración propia a partir de MiFID II (Reglamento Delegado 2017/583)

Bonos soberanos
Otros bonos públicos
Bonos convertibles
Bonos garantizados
Bonos de empresa
Otros bonos

La principal obligación aplicable a los internalizadores sistemáticos es la de publicar precios firmes con carácter previo al cierre de la operación con el cliente, permitiendo a otros clientes tener acceso a esos mismos precios.

No obstante, dado que los internalizadores actúan contra su propio balance, y para evitar que tengan problemas de liquidez, esta obligación no es absoluta, sino que se atenderá tanto a la liquidez del activo como al tamaño de la orden.

En este sentido, solo será necesario publicar precios en el caso de que un cliente solicite una cotización, el internalizador quiera operar con ese activo, se trate de instrumentos considerados líquidos por la ESMA y el volumen de la operación esté por debajo de lo que se denomina el “volumen específico para el instrumento financiero” (*Size Specific To the Financial Instrument, SSTI*), por encima del cual no será necesario cumplir con esas obligaciones (ver tabla 4). Esta cotización deberá hacerse pública y accesible para todos los clientes, aunque podrá diferenciarse entre distintas tipologías de clientes según una política comercial basada en criterios objetivos y no discriminatorios.

Será posible limitar el tiempo de vigencia de dicha cotización, que podrá ser actualizada para reflejar los movimientos de mercado, y el número de transacciones que se ejecuten.

Por otro lado, en el caso de instrumentos ilíquidos, la cotización deberá ser proporcionada al cliente que la solicita, sin necesidad de hacer pública la información.

La determinación de la liquidez a estos efectos, en aras de una aplicación uniforme de estas obligaciones en toda la Unión, la fija el regulador europeo, por lo que la ESMA ha publicado en su página web la lista de bonos que considera líquidos e ilíquidos. Esta lista se irá actualizando por este regulador a medida que los mercados y los distintos participantes le faciliten información al respecto.

■ **Tabla 4. Umbrales prenegociación SSTI para bonos**

Fuente: Información publicada en la página web de ESMA Transparency Calculations

Clase de bono	SSTI pre-trade
Bonos soberanos	300.000
Otros bonos públicos	500.000
Bonos convertibles	400.000
Bonos garantizados	300.000
Bonos de empresa	700.000
Otros bonos	300.000

El aspecto clave para que una entidad sea considerada internalizador sistemático, como hemos comentado antes, es la existencia de riesgo en la transacción. A efectos de aclarar este punto, se ha modificado la definición de internalizador sistemático para puntualizar que un internalizador sistemático no podrá llevar a cabo “operaciones precasadas” (*matching arrangements - matched principal trading*) u otras transacciones sin riesgo, cuando ejecute órdenes de clientes OTC de forma regular.

3.2. Sistemas organizados de contratación (OTF)

Esta nueva categoría de centros de negociación introducida por la MiFID II, los OTF, únicamente podrá negociar instrumentos de renta fija y derivados.

La creación de esta figura busca regular la operativa de contratación en plataformas electrónicas o por voz, en la que un operador casaba intereses de compra y venta de sus clientes con o sin interposición de su cuenta propia. Si bien esta actividad hasta la entrada en vigor de la MiFID II se podía realizar sin necesidad de autorización, ahora es necesario solicitar autorización al supervisor para constituir un OTF.

En este sentido, los OTF se definen como un sistema multilateral en el que interactúan los diversos intereses de compra y de venta, y en el que es posible negociar con reglas discrecionales. Asimismo, se permite que, en determinadas circunstancias, el gestor del OTF opere con la interposición de su cuenta propia sin riesgo (*matched principal trading*) en valores de renta fija e instrumentos derivados y negocie por cuenta propia en aquellos instrumentos de deuda soberana para los que no exista mercado líquido. Por tanto, las entidades que utilicen su balance únicamente para interponerlo en operaciones previamente casadas, sin que exista ningún riesgo de mercado en la operativa, no podrán continuar realizando esta actividad sin constituir un OTF.

4. Nuevas obligaciones para los centros de negociación

A continuación, se incluye un cuadro explicativo con las principales diferencias entre los distintos centros de negociación que existen en el entorno de la MiFID II:

■ **Tabla 5.** Centros de negociación existentes

Fuente: Elaboración propia a partir de definiciones incluidas en MiFID II

Centro de negociación	Mercado regulado	MTF	OTF
Tipo de instrumento financiero	Cualquier tipo de instrumento financiero	Cualquier tipo de instrumento financiero	Bonos y obligaciones, titulizaciones, derechos de emisión y derivados
Criterio	No discrecional	No discrecional	Discrecional
Sistema de negociación	Multilateral	Multilateral	Multilateral
Operador / Gerente de la plataforma de negociación	Operador de mercado	Operador de mercado o empresa de servicios de inversión	Operador de mercado o empresa de servicios de inversión

La MiFID II fija nuevos requerimientos sobre las medidas organizativas necesarias para controlar la negociación algorítmica de sus miembros y respecto a la autorización y condiciones operativas de los centros de negociación.

En relación con los mercados regulados, la normativa establece que deberán cumplir con nuevas obligaciones de funcionamiento e implantar sistemas y procedimientos que (i) permitan la detección de conflictos de intereses entre sus miembros, el mercado y el organismo rector; (ii) aseguren una negociación ordenada que facilite la profundidad y liquidez del mercado; (iii) garanticen que haya suficientes creadores de mercado, y (iv) permitan la adecuada gestión de los riesgos operativos, tales como posibles anomalías provocadas por la negociación algorítmica o episodios de excesiva volatilidad (incluyendo la obligación de interrumpir o

limitar temporalmente la negociación si se produce una fluctuación significativa del precio de un instrumento financiero durante un breve periodo y, en casos excepcionales, cancelar, alterar o corregir cualquier operación).

Asimismo, los mercados regulados deberán establecer regímenes de variación mínima de precios (*tick size regime*) en las acciones, certificados de depósito, fondos cotizados y certificados. La variación mínima de precios se ajustará en función del precio de cada valor y de la banda de liquidez que le corresponda.

En lo que se refiere a los MTF y OTF, se amplía a estos la normativa que hasta ahora regulaba solo aquellos, y se establecen normas de acceso y requisitos de funcionamiento para ambos sistemas, como: (i) los requerimientos de resistencia de sistemas; (ii) las disposiciones para regular la negociación electrónica; (iii) la implantación de mecanismos de gestión de volatilidad; (iv) la obligación de sincronización de relojes, y (v) las reglas sobre suspensión y exclusión de instrumentos financieros. A estos hay que añadir requisitos específicos de carácter organizativo y de suficiencia de recursos para cada uno de estos centros de negociación.

También se establece en la MiFID II una nueva subcategoría entre los MTF, la de los mercados de pymes en expansión. Estos centros de negociación tienen un tratamiento regulatorio más favorable y permiten fomentar el acceso de las pymes al mercado de capitales.

Todos estos requerimientos relativos a la organización y funcionamiento de los centros de negociación han sido traspuestos al ordenamiento jurídico español con el Real Decreto Ley 21/2017, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, que se publicó el pasado 29 de diciembre de 2017.

La urgencia con la que se ha aprobado este real decreto ley, que recoge solamente parte de la transposición de MiFID II, se debe sobre todo a que el régimen de “*trading* obligatorio” de las acciones cotizadas en Europa establecido por MiFIR requiere que las operaciones sobre estos activos se realicen en centros de negociación que cumplan con las disposiciones de la MiFID II. Por tanto, para que los intermediarios europeos pudiesen continuar operando sobre valores españoles en los centros de negociación españoles era necesario que dichos mercados se encontrasen plenamente adaptados a la MiFID II.

5. Proveedores de servicios de suministro de datos

Dado que la nueva estructura de mercado permite la competencia entre numerosos centros de negociación y aumenta exponencialmente la transparencia y, por tanto, los datos disponibles sobre el mercado, se establecen en la MiFID II nuevas disposiciones aplicables a los proveedores del suministro de dichos datos, a los efectos de garantizar su calidad y fiabilidad. Para ello, se sujeta a dichos proveedores al requisito de autorización previa y a la supervisión continua por las autoridades competentes. En la tabla 6 se incluyen las principales funciones y características de estos proveedores de servicios.

■ **Tabla 6.** Proveedores de servicios de suministro de datos

Fuente: Elaboración propia a partir de definiciones incluidas en MiFID II

Nuevas figuras	APA (Agente de Publicación Autorizado)	PIC (Proveedor de Información Consolidada)	SIA (Sistema de Información Autorizado)
Servicios prestados	Publicación de informes de transparencia post- negociación en nombre de las ESI	Recopilación de informes de transparencia post negociación y de consolidación en un flujo de datos electrónicos continuo	Notificación del detalle de las operaciones a las autoridades competentes en nombre de las ESI
Disponibilidad de la información	15 minutos después de la publicación y de manera gratuita	15 minutos después de la publicación y de manera gratuita	Información al regulador, a más tardar al finalizar el siguiente día hábil
Reducir al mínimo el riesgo de corrupción de datos y acceso no autorizado evitando fugas de información antes de la publicación			

En la actualidad ya existen entidades autorizadas como APA y SIA en Europa, que ofrecen sus servicios con distintas funcionalidades según las necesidades de sus clientes. En España, el 20 de diciembre de 2017, la CNMV autorizó a BME Regulatory Services, S. A. U. para desarrollar servicios de APA y SIA. Estos proveedores gozan de los beneficios del pasaporte europeo para prestar sus servicios en toda la Unión.

6. Nuevos requerimientos sobre incentivos

Otra de las novedades relevantes introducidas por MiFID II, con efecto más que significativo en las relaciones con el cliente minorista, es el conjunto de nuevos requerimientos sobre incentivos, término con el que se define a los pagos que reciben las entidades financieras de los productores de instrumentos financieros –por ejemplo, de las gestoras en el caso de los fondos de inversión– por la comercialización de esos productos entre sus clientes.

Estas nuevas obligaciones afectan directamente en los modelos de negocio de las entidades y las obligan a cambiar la forma en la que prestaban sus servicios, sobre todo en la comercialización de fondos de inversión, para poder seguir cobrando los incentivos.

En primer lugar, se restringe la posibilidad de que las entidades que prestan servicios de asesoramiento independiente y servicios de gestión de carteras reciban incentivos.

Asimismo se establecen, para el resto de servicios para los que no se prohíbe el pago o percepción de incentivos, las condiciones que deben darse para que se puedan considerar incentivos permitidos; esto es, que el incentivo haya sido concebido para mejorar la calidad del servicio pertinente prestado al cliente (aumento de la calidad del servicio), que no perjudique el cumplimiento de la obligación de la entidad de actuar en el mejor interés de sus clientes, y que se informe al cliente de la existencia, naturaleza y cuantía del incentivo o, cuando dicha cuantía no pueda determinarse, el método de cálculo de ella.

El aspecto clave en este ámbito es determinar cuándo se puede considerar que el incentivo está diseñado para elevar o mejorar la calidad del servicio. En este sentido, se deberá analizar si el incentivo está justificado por la prestación de un servicio adicional o de nivel superior al cliente y confirmar, por un lado, que el incentivo no beneficia directamente a la entidad que lo recibe sin un beneficio tangible para el cliente en cuestión; y, por otro, que está justificado por la provisión de un beneficio continuo al cliente en relación con un incentivo continuo.

Respecto a la prestación de un “servicio adicional o de nivel superior al cliente”, el regulador europeo relaciona tres ejemplos en los que considera que se presta un servicio con ese nivel. Si una entidad se encuentra reflejada en uno de estos ejemplos, se entiende que está en un “puerto seguro” y que está cumpliendo con una de las condiciones necesarias para justificar que se está elevando la calidad del servicio.

Esos tres ejemplos son:

- » La provisión de asesoramiento no independiente sobre inversión respecto a una amplia gama de instrumentos financieros adecuados y el acceso a dichos instrumentos, incluido un número apropiado de instrumentos de proveedores terceros de productos que carezcan de vínculos estrechos con la empresa de inversión.
- » La provisión de asesoramiento no independiente sobre inversión combinado con una oferta al cliente para evaluar, al menos anualmente, la continuidad de la idoneidad de los instrumentos financieros en los que haya invertido, o bien otro servicio continuo que probablemente sea de valor para el cliente, como el asesoramiento sobre la asignación óptima propuesta para sus activos.
- » La provisión de acceso, con un precio competitivo, a una amplia gama de instrumentos financieros que probablemente satisfagan las necesidades del cliente, incluido un número apropiado de instrumentos de proveedores terceros de productos que carezcan de vínculos estrechos con la empresa de inversión, junto con la provisión de herramientas de valor añadido, como los instrumentos de información objetiva que ayuden al cliente pertinente a adoptar decisiones de inversión o le faculen para el seguimiento, la modelación y el ajuste de la gama de instrumentos financieros en los que haya invertido, o la provisión de informes periódicos del rendimiento y los costes y cargos asociados a los instrumentos financieros.

Conviene aclarar que los ejemplos propuestos no son, en principio, los únicos que podrían justificar el cumplimiento de la condición de prestar un “servicio adicional o de nivel superior al cliente”.

Si se sigue una interpretación literal de la norma europea, se llega a esta conclusión toda vez que, al citarlos, el literal del mencionado precepto indica que tendrán esta condición supuestos “como:” (en inglés, *such as*); lo que significa que los ejemplos no son un *numerus clausus*; es decir, que su enumeración no es exhaustiva y que pueden existir otros ejemplos de servicios adicionales o de nivel superior que podrían justificar el cumplimiento de esta condición.

En la fecha de elaboración de este artículo, en España se ha iniciado el trámite de transposición de la MiFID II con la aprobación por el Consejo de Ministros el 1 de diciembre de 2017 del borrador de anteproyecto de ley. No obstante, no tenemos aún la última versión del texto y, por ello, no se conoce si se va a admitir la existencia de otros supuestos en los que se pueda considerar que existe una mejora en la calidad del servicio.

7. El servicio de análisis financiero considerado como un incentivo

Hasta la entrada en vigor de la MiFID II, las entidades recibían de forma “gratuita” análisis de *brokers*, con los que, especialmente en el caso de la gestión discrecional de carteras, también ejecutaban sus órdenes, remunerándoseles vía comisiones de ejecución que englobaban tanto el coste de ejecución como el de análisis (*bundled commissions*). Esta práctica, a juicio del regulador europeo, generaba conflictos de intereses y provocaba una asignación ineficiente del coste del análisis, al ir ligado al volumen de transacciones y no a su utilización para la gestión de una cartera determinada.

Por ello, con la entrada en vigor de la MiFID II, el análisis financiero proporcionado a entidades que presten servicios de inversión pasa a considerarse un incentivo, concretamente un beneficio no monetario, y las entidades financieras que lo reciban para la prestación de servicios de gestión discrecional de carteras o asesoramiento independiente deberán pagarlo de forma separada al servicio de ejecución, a diferencia de como lo venían haciendo antes del 3 de enero de 2018.

Este cambio es más sencillo en el sector de renta variable, pues en la práctica las comisiones de ejecución ya incluían implícito el coste del análisis. En el ámbito de la renta fija, no obstante, dado que no existía ningún coste repercutido al cliente al no existir un modelo de comisiones explícitas, ofrecer un modelo de tarifas ajustado para el análisis macro y FICC (*fixed-income, currencies and commodities*), que invite al cliente a pagar por ello, presenta grandes dificultades para las entidades. En este sentido, es importante aclarar qué se considera “análisis financiero” a efectos de cumplir con los requerimientos de incentivos.

La normativa define “análisis financiero” como los materiales o servicios relativos a instrumentos financieros, sus emisores o a un sector o un mercado determinado, de modo que fundamenta las valoraciones sobre aquellos. En esos materiales que componen el análisis financiero se recomienda una estrategia de inversión, apoyada en una opinión fundada sobre el valor o su precio actual o futuro, o bien se analizan datos y se formulan conclusiones basadas en ellos que pueden fundamentar una estrategia de inversión y añadir valor a las decisiones que la entidad toma en nombre de los clientes a los que se presten ciertos servicios de inversión.

En cuanto a la calificación del análisis macro como análisis financiero, si bien se entiende que el es capaz de sugerir una estrategia de inversión, determinados informes son tan genéricos que no caben en la definición de análisis y deberán ser considerados como un beneficio no monetario menor. Para que el análisis macro se considere un incentivo no permitido debe cumplir las siguientes condiciones:

- » Debe hacer referencia a uno o varios instrumentos financieros u otro tipo de activos, a emisores de instrumentos financieros o estar estrechamente relacionado con un mercado o un sector que pueda influir en los instrumentos financieros o activos relacionados con dicho sector o mercado.
- » Recomendar o sugerir, de forma explícita o implícita, una estrategia de inversión y proporcionar una opinión sustanciada del valor o del precio presente o futuro de los instrumentos financieros o activos, o contener información o conclusiones que puedan emplearse para determinar una estrategia de inversión y sea capaz de añadir valor a las decisiones de inversión de la entidad.

Las entidades están contemplando la posibilidad de pagar el análisis macro con una suscripción periódica y posteriormente distribuir ese coste de forma más genérica entre las carteras o cuentas de sus clientes. Asimismo, y de acuerdo con lo previsto por ESMA, las entidades podrán tener acceso o recibir este tipo de análisis de forma gratuita (y, por tanto, considerarlo un beneficio no monetario menor), cuando esté disponible en la web y para todo los clientes o público en general sin contraseñas.

8. Conclusiones y expectativas

Después de analizar las principales modificaciones introducidas de la normativa MiFID II, podemos afirmar que es, sin lugar a duda, la norma que supone mayores cambios para la operativa de renta fija.

Como señalábamos antes, mejorar la transparencia es uno de los claros objetivos de MiFID II. Con la nueva regulación, se pretenden limitar las operaciones bilaterales OTC al introducir nuevas formas de negociación, nuevos centros de negociación, nuevos mecanismos de formación de precios, etc. En este contexto, la normativa favorece la migración de la operativa de renta fija hacia sistemas multilaterales de ejecución, ya que, de no hacerlo así, las entidades deben cumplir con nuevos requisitos muy exigentes de

transparencia pre y post negociación, así como con requerimientos de justificación de la mejor ejecución, que obligan a las entidades, y en particular a los internalizadores sistemáticos, a llevar a cabo costosos proyectos de implantación tecnológica para cumplir los nuevos requerimientos.

La protección al inversor es el otro objetivo clave perseguido por MiFID II. Como veíamos, ahora el cliente va a recibir más información, tanto antes como después de la contratación, sobre los riesgos que implica la inversión en el instrumento financiero concreto, sobre los costes y gastos asociados a esa operación, la rentabilidad que va a suponer y los posibles escenarios. Así, el inversor podrá tomar sus decisiones de inversión más informado.

Otro de los grandes retos de MiFID II es la limitación y transparencia de los incentivos. Tal y como hemos indicado, estas limitaciones afectan de manera directa al modelo de negocio de las entidades financieras que prestan servicios de inversión. Ya hemos visto cómo las entidades financieras se han posicionado en diferentes modelos de asesoramiento y comercialización, creando soluciones que le permiten seguir cobrando incentivos de los fabricantes de los productos que comercialicen. Pero aún queda mucho por ver en este asunto, pues debemos esperar al texto final de la transposición en nuestro país para confirmar cómo queda finalmente el escenario de supuestos que permitan a las entidades el cobro de incentivos.

9. Bibliografía

- » **Alcántara Lera, Julio y Gonzalo Gómez Retuerto.** “El nuevo mercado de renta fija en MiFID II”, en *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, Fundación de Estudios Financieros, 2017, en línea 20-4-2018, https://www.fef.es/publicaciones/papeles-de-la-fundacion/item/download/1220_9e107c60a033d581236eaa0d5ddef90e.html.
- » **Association for Financial Markets in Europe (AFME).** *MiFID II and fixed income transparency*, “briefing note”, enero de 2013, en línea 20-4-2018, <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/briefing-notes/2017/afme-briefing-note-mifid2-and-fixed-income-transparency.pdf>.
- » **Bank of International Settlement, Study Group established by the Markets Committee.** “Electronic trading in fixed income markets”, en *Markets Committee Papers* n.º 7, 21-1-2016, en línea 20-4-2018, <https://www.bis.org/publ/mkctc07.htm>.
- » **Blanco Bermúdez, Francisco.** “MiFID II y las relaciones con inversores, una oportunidad para poner foco en los inversores minoristas”, en *Estudios y publicaciones – BME*, enero de 2018, en línea 20-4-2018, http://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5276_MiFID_II_y_las_relaciones_con_inversores__una_oportunidad_para_poner_foco_en_los_inversores_minoristas-.
- » **International Capital Market Association (ICMA).** *Evolutionary Change: The future of electronic trading in European cash bonds*, Zurich, 2016, en línea 20-4-2018, <https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Secondary-Markets/electronic-trading/papers-and-reports/>.
- » **International Capital Market Association (ICMA).** *MiFID II/MiFIR and Fixed Income*, Zurich, agosto de 2017, en línea 20-4-2018, https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/MiFID-Review/ICMA_MiFID-II_MiFIR_Fixed-Income_overview-presentation_Aug-2017-250817.pdf.
- » **Inverco.** *Guía sobre el impacto de MiFID II-MiFIR en las SGIIC*, noviembre 2017, en línea 20-4-2018, <http://www.inverco.es/archivosdb/newsletter-noviembre-2017-guia-mifid-ii.pdf>.
- » **Rodríguez, Elvira.** “La regulación del análisis financiero y las recomendaciones de inversión en España”, en *50 años de análisis financiero en España*, Fundación de Estudios Financieros, 2015, en línea 20-4-2018, https://www.fef.es/publicaciones/papeles-de-la-fundacion/item/download/1106_71012836900a54e4201fb70071190ffb.html.



ARTÍCULOS



62	1. PRIVATE DEBT, UNA OPCIÓN PARA LA FINANCIACIÓN DEL CRECIMIENTO DE LAS PYMES Adriana Oller Astort, Resilience Partner
66	2. LA NUEVA NORMA DE ARRENDAMIENTOS (NIIF 16) CAMBIARÁ SIGNIFICATIVAMENTE LAS CIFRAS CONTABLES DE LAS EMPRESAS José Morales Díaz, Socio Financial Accounting Advisory Services (FAAS) Ernst&Young, S.L.
70	3. TITULIZACIONES: EVOLUCIÓN Y EXPECTATIVAS DEL MERCADO EUROPEO Javier Eiriz, BBVA SG Titulización
76	4. PROJECT BONDS, ESTATUS Y PERSPECTIVAS Javier de Diego González, Coordinador Anuario de Renta Fija y Financiación Alternativa, IEB/Axesor
79	5. ÚLTIMAS TENDENCIAS EN LAS EMISIONES DE HÍBRIDOS DE CAPITAL POR EMPRESAS NO FINANCIERAS EN EL MERCADO EURO Borja Zamorano, Managing Director of EMEA Debt Capital Markets at Mizuho International plc
84	6. A PESAR DE QUE EL SOL BRILLA PARA LA ECONOMÍA PORTUGUESA, SE APRECIAN EN EL HORIZONTE ALGUNAS NUBES AMENAZANTES Daniel Neves, Responsable del negocio de Axesor Rating en Portugal
88	7. ANÁLISIS DE LOS EMISORES/SECTORES INDUSTRIALES ESPAÑOLES MÁS ACTIVOS EN LA EMISIÓN DE RENTA FIJA: TIPOLOGÍA Y CARACTERÍSTICAS DE DICHOS ACTIVOS Inés Riopérez Hualde, Debt Capital Markets para España y Portugal. CA-CIB
94	8. ANÁLISIS DE LAS TENDENCIAS DEL MERCADO PRIMARIO “HIGH YIELD” EUROPEO Pablo García Montesinos, BBVA Leveraged Finance & High Yield Syndicate EMEA
98	9. LAS FINANZAS VERDES Y LA SOSTENIBILIDAD COMO NUEVOS PILARES EN EL NUEVO SISTEMA FINANCIERO EUROPEO Manuel Gómez Gutiérrez-Torrenova, Director del Programa Directivo Finanzas para la Sostenibilidad y el Cambio Climático. IEB
102	LOS AUTORES



1. PRIVATE DEBT, UNA OPCIÓN PARA LA FINANCIACIÓN DEL CRECIMIENTO DE LAS PYMES

Adriana Oller Astort
Resilience Partner

Private Debt, una opción para la financiación del crecimiento de las PYMES

Entre 2006 y 2015 el mercado de private debt o deuda privada ha triplicado su tamaño, incrementando los activos bajo gestión de USD 152 Bn a USD 440 Bn¹. En Europa el mercado más grande y desarrollado es el Reino Unido, con mucha actividad también en Francia y Alemania.

En el mercado de Private Debt, gestoras invierten fondos de inversores institucionales (fondos de pensiones, compañías de seguros, Family offices) dando préstamos a PYMES a largo plazo a través de fondos cerrados, ofreciendo a los inversores un retorno y a las PYMES una financiación complementaria al canal bancario, especialmente interesante para desarrollar sus planes de expansión.

El crecimiento de este mercado es de gran importancia para ampliar la oferta de financiación a las PYMES en Europa, (incluso más que en USA, dónde las compañías tienen muchos más canales de financiación disponibles). Por esta razón España e Italia, países con menos opciones de financiación para las PYMES, son mercados con perspectivas de crecimiento altas en el segmento de private debt.

El mercado de private debt ha estado inicialmente ligado al mercado de private equity o capital riesgo, ya que ha provisto de deuda a compañías que tenían capital riesgo en su accionariado. Adicionalmente, se está expandiendo también a compañías sin capital riesgo en su accionariado, (o que no quieren soluciones que impliquen cambios accionariales/de dilución en capital – también llamadas “sponsor less”) que representaba un 27% del mercado europeo de private debt en 2016. Se espera que siga creciendo en el futuro.

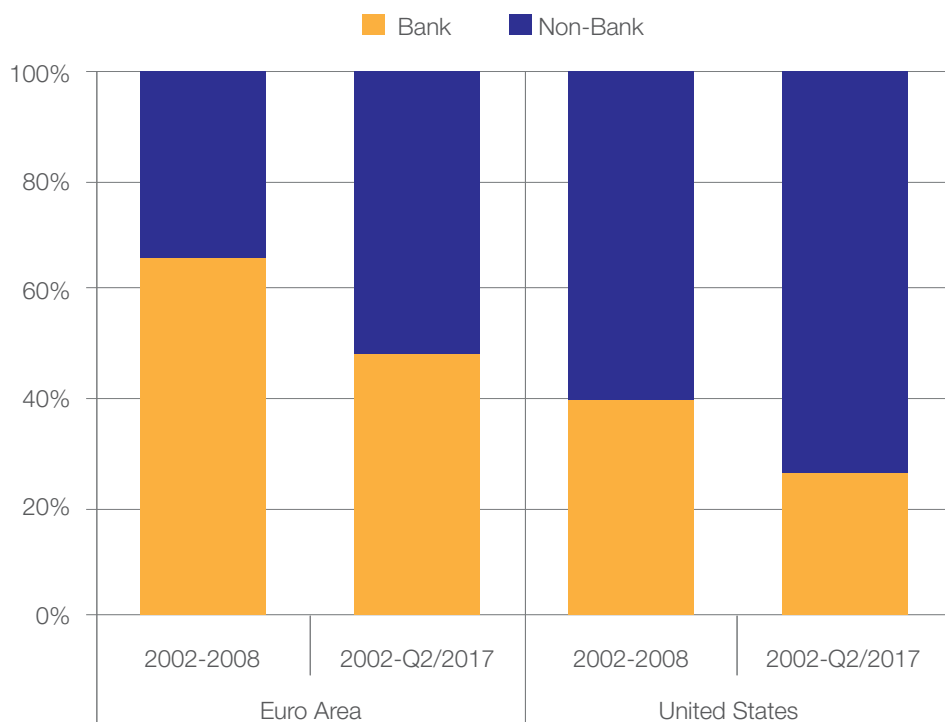
La financiación no bancaria en Europa, de la que forma parte el Private debt, ha pasado de representar un 37% de la financiación total en Europa, a superar el 50%, mientras que representa entre un 60% y un 70% en USA.

1 European Investment Fund (Source: “European Small business Outlook”, December 2017. based on OECD (2017b) and OECD (2018a).

1. Private Debt, una opción para la financiación del crecimiento de las PYMEs

■ Gráfico 1. Funding of non-financial corporations in the euro area and the United States (shares in accumulated debt transactions)

Fuente: "EIF. European Small business Outlook", December 2017.



En España, la situación es más relevante aún, dado que el peso de las PYMEs es muy alto en la economía.

Adicionalmente las PYMEs españolas han tenido históricamente un tamaño menor que la media de las PYMES europeas. Quizá debido a la falta de fuentes de financiación, y el alto peso de la financiación bancaria, específicamente en la financiación de las PYMES (algunas fuentes hablan de cercana a un 80 o 90% de la financiación total de las pymes).

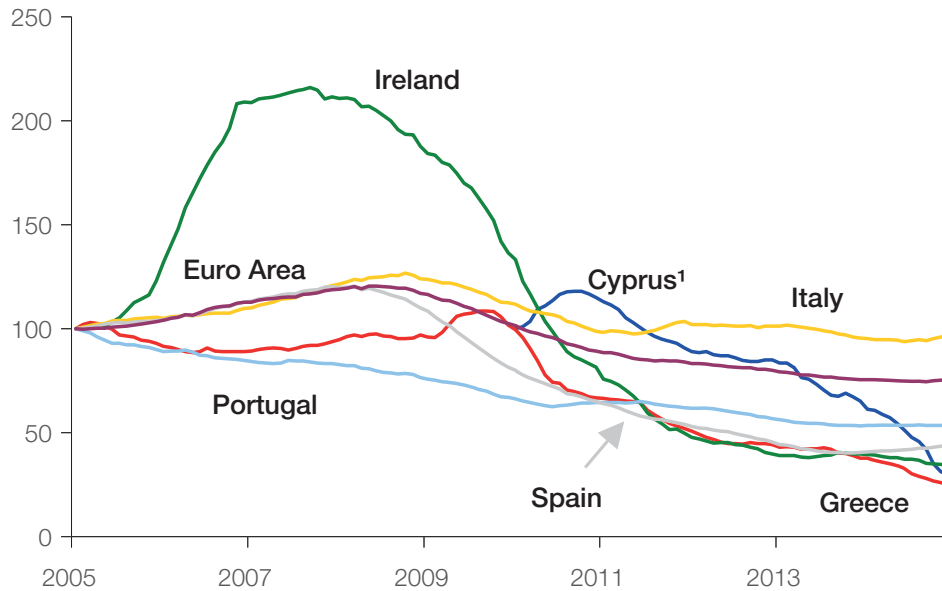
Adicionalmente la consolidación bancaria en España y los nuevos requisitos de capital han hecho que las opciones de financiación no bancaria, entre las que se encuentra el Private debt, aparecieran como complemento a la financiación bancaria en diferentes nichos del mercado.

En el segmento de PYMES, los bancos quizá están más centrados en financiación del corto plazo/ hasta 3-5 años, en los segmentos con garantías de activos inmobiliarios, y quizá menos en operaciones complejas a largo plazo basadas en la generación de caja y planes de expansión futuros.

■ Gráfico 1. New Loans to Businesses $\leq \text{€}1\text{mn}$, 12-month Cumulative Flows

Fuente: "IIF report, Addressing SME Financing Impediments in Europe: A Review of Recent Initiatives. December 2015"

End 2004=100



1. End 2009=100

Adicionalmente, el hecho que la economía española se recuperara más tarde que el resto de las economías europeas, ha hecho que muchas compañías retrasaran sus planes de expansión y están evaluando ahora proyectos de expansión que pueden requerir necesidades adicionales de financiación a largo plazo.

Estos planes de crecimiento pueden ser: inversiones fijas, financiación de cambios accionariales minoritarios (socios pasivos que quieren salir del accionariado), crecimiento orgánico o inorgánico/adquisiciones, etc...

Una vez utilizada la financiación bancaria, las PYMES pueden cubrirla o con generación de caja propia, dando entrada a un capital riesgo en el capital (Según estudios de la CNMV sólo un 10-15% de las compañías quiere soluciones de financiación que requieran cambios de capital, el resto no quiere diluir su capital) o con private debt, como solución alternativa o complementaria al capital en compañías poco apalancadas.

La Deuda privada o private debt es una solución perfecta para esas situaciones, ya que permite a compañías de un tamaño mínimo (EUR 3m de EBITDA en nuestro caso) obtener una financiación para

1. Private Debt, una opción para la financiación del crecimiento de las PYMEs

ejecutar sus planes de expansión, que quizá de otro modo se dejarán de realizar. Son operaciones a medida de las necesidades de cada compañía.

La solución de private debt convive perfectamente con la deuda bancaria. Dentro de la gestión de balance de las compañías, diversificar fuentes de financiación es una buena opción, buscando soluciones según las necesidades de cada empresa, unas a corto, como el factoring, y otras a largo, como el private debt, para la expansión, permitiendo así estructuras de balance más sólidas y duraderas ante los cambios de la economía.

Esto puede contribuir también a lograr unas PYMEs menos vulnerables a las crisis y que puedan aprovechar mejor las oportunidades de expansión en un mercado cada vez más competitivo y globalizado, contribuyendo a reforzar el tejido empresarial.

Por lo anterior Resilience Partners como firma especializada en deuda ayuda a las empresas españolas con trayectoria sólida a ejecutar sus planes de expansión a largo plazo, ofreciendo soluciones de financiación flexibles. Resilience Partners se enfoca en compañías con EBITDAs entre 3-15M EUR, líderes en su segmento, con equipos directivos sólidos y necesidades de financiación a largo plazo, para ejecutar sus planes estratégicos. ■



2. LA NUEVA NORMA DE ARRENDAMIENTOS (NIIF 16) CAMBIARÁ SIGNIFICATIVAMENTE LAS CIFRAS CONTABLES DE LAS EMPRESAS

José Morales Díaz

Socio Financial Accounting Advisory Services (FAAS) Ernst&Young, S.L.

Introducción

En el ámbito de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) emitidas por el *International Accounting Standards Board* (IASB), la regulación contable aplicable a los contratos de arrendamiento está en proceso de cambio. La norma actualmente en vigor (la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 17), será sustituida por la nueva NIIF 16 a partir de 2019.

La implementación de la NIIF 16 conllevará importantes cambios para los arrendatarios (en el caso de los arrendadores el modelo es básicamente el mismo que el contenido en la NIC 17). Estos cambios supondrán grandes impactos contables, en sistemas y en procesos. En general, cuanto mayor sea el volumen de arrendamientos de la empresa como arrendataria mayor será el impacto.

Bajo la NIC 17, los arrendatarios deben clasificar los arrendamientos en dos categorías: arrendamientos operativos y arrendamientos financieros. Los primeros simplemente suponen el registro de un gasto por arrendamiento y los segundos se contabilizan como una compra financiada del bien arrendado (se reconoce el bien arrendado en el activo contra una deuda).

En cambio, con la NIIF 16, no existe esta distinción, y todos los arrendamientos en los que la empresa sea arrendataria (con alguna excepción voluntaria, como veremos más adelante) se capitalizarán, esto es, se registrarán de una forma similar a los antiguos arrendamientos financieros:

- » En el pasivo la empresa debe registrarse una deuda por el valor actual de los pagos futuros del arrendamiento.
- » En el activo la empresa debe reconocer el “derecho de uso” del activo arrendado. Este derecho de uso se valora inicialmente por un importe igual a la deuda (más otros conceptos como gastos iniciales, etc.) y posteriormente se amortiza.

Dicho de otra forma, los arrendamientos operativos, que actualmente no se reconocen en balance (simplemente se registra el gasto por arrendamiento) “subirán” al balance a partir de 2019, cambiando las cifras de total de activo y pasivo y la estructura de la cuenta de resultados.

2. La Nueva Norma de Arrendamientos (Niif 16) cambiará significativamente las cifras contables de las empresas

Los sectores más afectados serán: *retail* (alquiler de locales comerciales), empresas hoteleras (alquiler de los hoteles), aerolíneas (alquiler de los aviones), energéticas (alquiler de terrenos para parques eólicos), etc. Muchas de estas empresas verán cambiar significativamente su balance. Por ejemplo, podrían pasar de tener un nivel muy bajo de apalancamiento a tener un nivel alto.

La reforma de la contabilidad de los arrendamientos

Esta reforma de la contabilidad de los contratos de arrendamiento se viene gestando desde hace varios años. El proceso se aceleró cuando en 2005 la SEC (*Securities and Exchange Commission*) estadounidense manifestó su preocupación por la falta de transparencia de la información que desglosaban las empresas arrendatarias con relación a sus obligaciones que surgen por contratos de arrendamiento (preocupación que compartía con inversores y analistas) y por el hecho de que existieran 1,25 billones de dólares de compromisos de pago fuera de balance.

A partir de entonces, el IASB y el FASB (*Financial Accounting Standards Board* – organismo emisor de las normas contables estadounidenses) comenzaron a trabajar conjuntamente en un nuevo proyecto de revisión de la contabilidad de arrendamientos (de hecho, el modelo actual se introdujo hace ya 40 años, con lo que, en cualquier caso, era necesaria su actualización).

A lo largo del proyecto, los organismos llegaron a la conclusión de que, aunque a la hora de firmar un contrato de arrendamiento el arrendatario obtiene inmediatamente un activo (el derecho de uso del bien) y un pasivo (la obligación de pago de las cuotas futuras), este activo y este pasivo no se reconocían en balance en la mayoría de operaciones.

En otras palabras, numerosos arrendamientos se presentan contablemente “fuera de balance” (los actuales arrendamientos operativos), lo que hace complicada la comparabilidad de los balances y de los ratios entre empresas en cuanto, por ejemplo, al nivel de deuda. Si una empresa decide comprar un bien financiándolo y otra decide arrendarlo, en parte (en esencia económica) puede ser una operación similar pero actualmente la primera empresa reconoce una deuda y la segunda puede que no la reconozca (y además puede ser complicado calcular cuánto sería la deuda, como manifestaba la SEC).

La nueva norma internacional incluyendo el nuevo modelo (la NIIF 16) se emitió en enero de 2016 y la norma estadounidense (ASC Topic 842) se emitió en febrero de 2016. La primera es de aplicación obligatoria para ejercicios que comiencen a partir del 1 de enero de 2019 y la segunda para ejercicios que comiencen a partir del 15 de diciembre de 2018 en el caso de empresas cotizadas (15 de diciembre de 2019 para el resto).

La Unión Europea aprobó, en octubre de 2017, la NIIF 16 para su adopción por parte de las empresas cotizadas europeas (en sus estados financieros consolidados), con la misma fecha de primera aplicación de la norma original.

Cambios en las cifras contables

La capitalización de los antiguos arrendamientos operativos conllevará, entre otros, los siguientes impactos contables y en ratios:

- » Nivel de deuda (apalancamiento): generalmente se incrementará debido al reconocimiento del pasivo por el valor actual de los pagos futuros por arrendamiento. Las empresas parecerán más endeudadas.
- » EBITDA: generalmente se incrementará. Esto se debe a que el antiguo gasto por arrendamiento (que restaba el EBITDA) pasará a ser gasto por amortización y gasto financiero (que queda fuera de EBITDA).
- » ROA (*Return on Assets*): generalmente disminuirá. Para un nivel parecido de resultado a efectos del ratio (o algo mayor si le sumamos los nuevos gastos financieros) se incrementa el nivel de activos (por el reconocimiento del derecho de uso).
- » Resultados: la amortización del activo (derecho de uso) será generalmente lineal y el gasto financiero del pasivo será generalmente decreciente por lo que el gasto total del arrendamiento pasará de ser lineal (antiguos arrendamientos operativos) a decreciente. Dependiendo del momento medio en de su vida en el que se encuentre la cartera de arrendamientos el resultado puede verse afectado.

Decisiones a tomar por las empresas

La implementación de la NIIF 16 conlleva una serie de decisiones que las empresas arrendatarias deben tomar y que puede hacer que el impacto de la norma varíe. Las decisiones son de dos tipos: tratamientos alternativos que permite la propia norma o relacionadas con estimaciones.

Decisión / Estimación	Explicación	Efecto
Exclusión de arrendamientos con plazo inferior a 12 meses (Decisión)	La NIIF 16 permite excluir del modelo de capitalización los arrendamientos cuyo plazo sea inferior a 12 meses. La exclusión es voluntaria por clase de activo.	Si se aplica esta exclusión voluntaria se capitalizarán menos arrendamientos y el efecto general de la NIIF 16 será menor.
Exclusión de arrendamientos de bienes de bajo valor (Decisión)	La NIIF 16 permite excluir del modelo de capitalización los arrendamientos de bienes de bajo valor (como guía: su valor nuevo es inferior a 5.000 USD). La exclusión es voluntaria activo a activo.	Si se aplica esta exclusión voluntaria se capitalizarán menos arrendamientos y el efecto general de la NIIF 16 será menor.

2. La Nueva Norma de Arrendamientos (Niif 16)
cambiará significativamente las cifras contables de las empresas

Separación de componentes (Decisión)	Si un arrendamiento incluye otros componentes (servicios o suministros) en principio la renta correspondiente a estos componentes se excluye del modelo de capitalización. No obstante, las empresas pueden elegir no excluirla. La elección es por clase de activo.	Si se excluyen del modelo los componentes que no son arrendamientos el impacto general de la NIIF 16 será menor. No obstante, es posible la división de la renta en dos partes no sea operativo para algunos arrendamientos.
Primera aplicación de la norma (Decisión)	La norma da dos posibilidades de primera aplicación: retrospectiva total y retrospectiva modificada. Además, esta última tiene dos variantes.	En general, la aplicación de la retrospectiva total conlleva muchos más costes operativos. La empresa debe rehacer toda la contabilidad de los arrendamientos bajo NIIF 16 desde el inicio de cada uno y, además, presentar los estados comparativos incluyendo el efecto de la NIIF 16.
Plazo del arrendamiento (Estimación)	Si el contrato de arrendamiento incluye opciones de aplicación u opciones de compra a favor del arrendatario, este debe que estimar el plazo en función de si el ejercicio de las opciones es "razonablemente cierto".	Cuanto mayor sea el plazo estimado, mayor serán los pagos por arrendamiento, mayor el activo y pasivo a reconocer y mayor el efecto de la NIIF 16.
Curva de descuento (Estimación)	A efectos del cálculo del activo y pasivo por arrendamiento los pagos deben descontarse con el tipo implícito del arrendamiento. Si éste no se puede obtener, se utiliza el tipo de interés de deuda incremental del arrendatario.	Si se estima el tipo de interés de deuda del arrendatario, cuanto mayor sea éste menor será el valor actual y, por tanto, menores el activo y pasivo, menor el gasto por amortización y mayor el gasto por intereses.

Plan General de Contabilidad (PGC)

Cabe destacar que el PGC aún no se ha adaptado a NIIF 16 y existen dudas de que lo haga en un futuro próximo. Si finalmente no se adapta, las empresas que preparen sus estados financieros consolidados bajo NIIF tendrán que llevar una doble contabilidad para los contratos de arrendamiento:

- » Estados financieros consolidados: se aplica la NIIF 16.
- » Estados financieros individuales: se aplica el PGC actual que está inspirado en la anterior NIC 17.

Conclusión

La NIIF 16 entra en vigor en menos de un año y el proceso de implementación puede ser muy complejo para empresas con un determinado volumen de arrendamientos. Por ejemplo: deben analizarse los impactos, tomarse las decisiones oportunas (las destacadas más arriba), implementar un sistema contable adaptado a NIIF 16, cambiar los procesos internos relacionados con los arrendamientos, etc. Si la empresa no ha comenzado aún con el análisis de impactos y con el proyecto de implementación, recomendamos que comience cuanto antes. ■

3. TITULIZACIONES: EVOLUCIÓN Y EXPECTATIVAS DEL MERCADO EUROPEO

Javier Eiriz

BBVA SG Titulización

Después de una década de travesía del desierto para el mercado europeo de las titulizaciones, las expectativas para 2018 son razonablemente positivas, en tanto que se espera que represente el punto de inflexión, estabilización y progresiva recuperación de la actividad para un mercado que languidece desde el estallido de la crisis financiera de las hipotecas subprime en Estados Unidos en 2007.

El estallido de la crisis financiera

Las titulizaciones fueron concebidas y profusamente utilizadas con éxito como un mecanismo alternativo de financiación y transferencia de riesgo en las economías desarrolladas. Es decir, para la obtención de liquidez y liberar capital. Básicamente, en su forma más sencilla y habitual, la titulización consiste en una estructura financiera que empaqueta préstamos concedidos por las entidades financieras a sus clientes, activos ilíquidos, para transformarlos en bonos admisibles a negociación en los mercados de capitales. Bonos con características de duración, riesgo y rentabilidad que dependen del tipo de bien o actividad que financian los préstamos titulizados y de la estructuración de los mismos. El inversor recibe una rentabilidad por asumir un riesgo que depende del comportamiento del activo subyacente, la estructuración y el orden de prelación del bono (*senior, mezzanine o junior*).

En los parámetros de la estructuración, igual de determinante son los mecanismos y niveles de mejoras de crédito, como la calidad de los activos titulizados. En los años anteriores a la crisis financiera coincidieron, en algunos casos, la titulización de hipotecas concedidas sin las bases sólidas fundamentales, basándose exclusivamente en la expectativa de subida constante de los precios de los activos (inmuebles principalmente) y la complejidad de las estructuras, especialmente en el caso de las retitulizaciones (titulizaciones de titulizaciones).

Con el estallido de la crisis de las hipotecas subprime en Estados Unidos, el mercado de las titulizaciones europeas se desplomó. Los reguladores introdujeron cambios normativos relativos a la titulización para corregir las debilidades que habían mostrado e intentar evitar la repetición de la situación. Entre esos cambios normativos, en 2009 se fortalecieron los requerimientos de capital exigidos a los bancos por las exposiciones que mantenían a las titulizaciones, especialmente para aquellas más complejas, y se obligó a los originadores a retener una parte de la emisión para evitar el conocido “originar para titular” y alinear los intereses de inversores y originadores, comprometiendo a éstos con el buen fin de la titulización. También

se establecieron requerimientos para aumentar la transparencia de las estructuras y sobre la necesidad de disponer de capacidades de análisis por parte de los inversores, independientemente de los que realicen las agencias de calificación de crédito y que se concretan en los ratings asignados a los bonos emitidos.

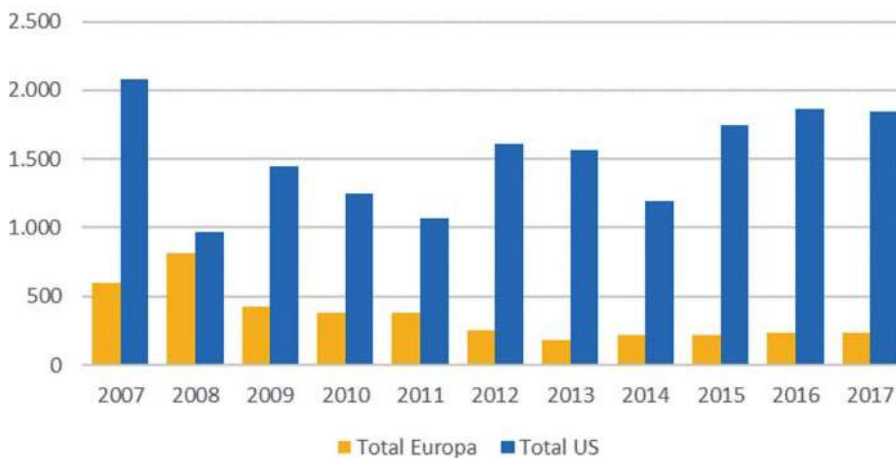
Los requerimientos de capital se endurecieron considerablemente y, como en el caso de las titulizaciones están vinculados a los rating de los tramos, el efecto se amplificó conforme se agudizaba la crisis financiera y económica por las continuas bajadas de rating. Este efecto se agudizó especialmente en los países europeos periféricos por el factor *techo de los rating soberanos*¹ siendo mucho más costosos, en términos de capital, los bonos de una titulización que la cartera titulizada y, por lo tanto, siendo muy cuestionable la razonabilidad del impacto final de las medidas adoptadas.

Por otra parte, el endurecimiento de los requerimientos y el estigma de las titulizaciones han coincidido con un escenario de política monetaria muy expansiva por parte de los bancos centrales con tipos de interés muy bajos y liquidez ilimitada. Adicionalmente, durante estos años, las entidades financieras han reducido su activo —saldo neto de la cartera de préstamos— desapalancando su balance.

Todo ello ha representado la auténtica tormenta perfecta para el mercado de las titulizaciones que sigue languideciendo desde 2008. Y las relativas pocas emisiones que se han realizado en Europa han sido en su mayoría retenidas por las propias entidades financieras para usarlas como colateral en las operaciones de descuento en el BCE (Banco Central Europeo) y, por tanto, para conseguir liquidez, pero sin transferencia de riesgo a inversores.

■ Gráfico 1. Nominales emitidos en Europa vs EE.UU.

Fuente: AFME - Valores en billones de euros.



1 Por el cual se limita el rating de las empresas o instituciones domiciliadas en el país, por lo general, no logran tener un rating mayor al otorgado a la deuda soberana. Y, en general, afecta a todas las emisiones de deuda vinculadas con las instituciones de ese país.

Gráfico 2. Nominales emitidos en Europa

Fuente: AFME - Valores en billones de euros.

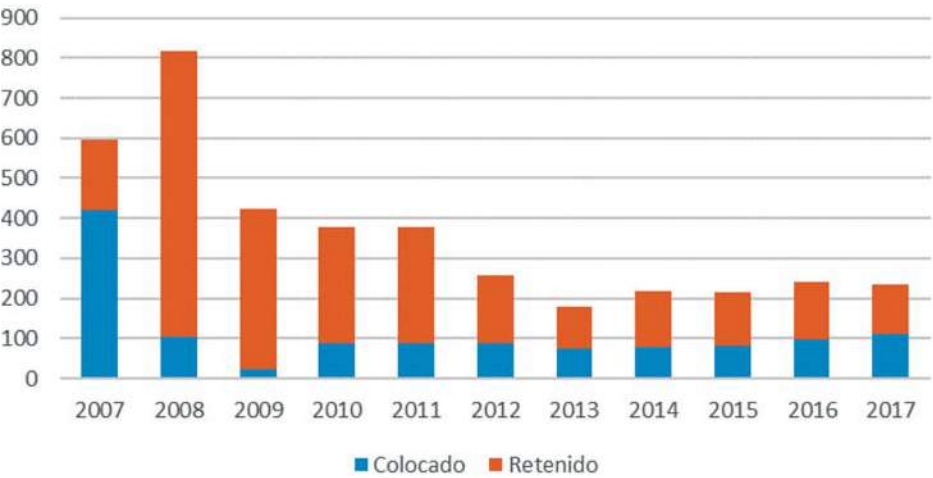
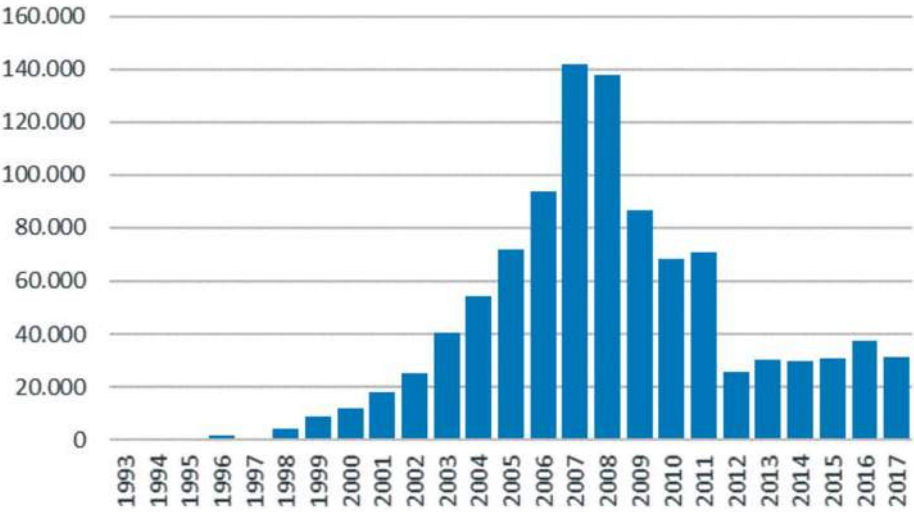


Gráfico 3. Nominales Bonos de Titulización emitidos en España

Fuente: CNMV. Datos en Millones de Euros.



En lo referente al mercado español, durante los años anteriores al inicio de la crisis el saldo de bonos de titulización emitidos crecía de forma consistente año tras año, alcanzando los 142 mil millones emitidos en 2007 constituyendo uno de los principales mercados de la titulización en Europa. Tras el estallido de la crisis, las dificultades anteriormente expuestas fueron especialmente cruentas para el caso español, manteniéndose los saldos emitidos los últimos años en el entorno de los 30 mil millones y básicamente para descontarlos en el BCE.

El nuevo marco regulatorio y económico

Desde hace años, la Comisión Europea ha manifestado la importancia del desarrollo de las titulizaciones para la economía y el buen funcionamiento de los mercados financieros. En noviembre de 2014 la Comisión anunció en el Plan de Inversiones para Europa (*Plan Juncker*) su intención de impulsar mercados de titulización robustos sin repetir los errores que se cometieron antes de la crisis. Para ello, “*el desarrollo de un mercado de titulizaciones simples, transparentes y normalizadas constituye uno de los pilares básicos de la unión de mercados de capitales (UMC) y contribuye al objetivo prioritario de la Comisión de apoyar la creación de puestos de trabajo y volver a un crecimiento sostenible*”².

Aquel anuncio de la Comisión ha cristalizado recientemente con la publicación de dos Reglamentos del Parlamento Europeo y del Consejo –R (UE) 2017/2401 y R (UE) 2017/2402- el pasado 12 de diciembre y que entraron en vigor en enero de este año en aplicación directa para todos los Estados miembro.

El Reglamento 2017/2402 establece un marco general para la titulización y uno específico para la titulización simple, transparente y normalizada (STS, según sus siglas en inglés, “Simple, Transparent and Standardised”). Se revisan las características y condiciones que debe cumplir una titulización en general, pero, más interesante para el impulso de las mismas, establece una categoría específica, las STS, para aquellas que cumplan una serie de requerimientos y que tendrán un tratamiento favorable en términos de consumo de capital y exigencia de retención para el originador. Estas titulizaciones STS deberán estar verificadas por un tercero independiente, serán listadas públicamente en la web de ESMA³ y se facilitará el acceso a un amplio detalle de la cartera de activos titulizados.

● Tabla. Titulización STS

Fuente: Elaboración propia.

Simple	Transparent	Standardised
Venta auténtica de los activos	Información histórica del impagos y pérdidas para un periodo mínimo de 5 años	Retención de riesgo del originador
Homogeneidad de los activos	Verificación externa independiente de la exactitud de las características para una muestra de los activos	Cobertura de tipos de interés y cambio
Los activos no podrán ser bonos de titulizaciones	Facilitar modelo de flujos de efectivo de los pasivos	Índices de referencia de tipos de interés habituales
Originados con los criterios habituales del vendedor	Información del comportamiento ambiental de los activos financiados con los préstamos	Amortización secuencial según prelaciones
Activos sin impagos y al menos un pago realizado		Obligaciones y responsabilidades de todos los actores de la titulización claramente definidos
Deudores no insolventes		

(*)Algunos de los requisitos que debe cumplir una titulización STS

2 Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo
3 European Securities and Markets Authority

Los requisitos que debe cumplir una titulización STS buscan, en términos de simplicidad, que la estructura permita modelar sus riesgos de forma clara y comprensiva, de transparencia (que un inversor pueda realizar su propia *due diligence*) y de normalización (que cumpla unos elevados estándares de calidad).

El Reglamento 2017/2401 modifica los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión estableciendo un nuevo tratamiento para las posiciones de titulizaciones. Entre las novedades más significativas cabe destacar que las posiciones en tramos preferentes de las titulizaciones no podrán suponer un consumo de capital superior al de la cartera de préstamos (*Look-Through Approach*). También establece un tratamiento más favorable para la inversión en los tramos preferentes de las titulizaciones STS o aquellas que, con ciertas características, favorezcan la financiación a las pymes. Ambos reglamentos, sujetos a una serie de medidas transitorias, son de aplicación para las titulizaciones emitidas a partir del 1 de enero de 2019 y actualmente en fase de una serie de desarrollos técnicos encargados a EBA⁴ y a ESMA que deberán ser definidos en los próximos meses.

Perspectivas positivas para los próximos años

Después de los años de destierro de las titulizaciones, se vislumbra un escenario favorable con un crecimiento económico sólido de los países desarrollados durante los últimos años y, en particular, para el caso español. Este crecimiento económico se está traduciendo en una reducción de las tasas de desempleo, un aumento de afiliaciones a la seguridad social, una mayor matriculación de turistas y mejora del consumo en general, un moderado aumento de la compra de viviendas (principal activo adquirido con financiación bancaria susceptible de titulización por volumen y plazo de vencimiento), etc... y, con ello, la mejora de los rating de las emisiones y deuda soberana⁵.

Esta mejoría de la salud económica y financiera europea está permitiendo al BCE la retirada de los estímulos monetarios que inició tras el estallido de la crisis mediante los programas de compra de bonos y que han inundado los mercados de liquidez. Esta retirada se prevé que sea progresiva y, en todo caso, vaya más allá de mediados de 2019.

Por tanto, el aumento de la concesión de créditos combinado con la reducción de las facilidades de liquidez y las mejoras en el tratamiento de requisitos de capital, deberían poner unas bases sólidas para el crecimiento del mercado de la titulización, aunque no se prevea en ningún caso llegar a los niveles previos a la crisis.

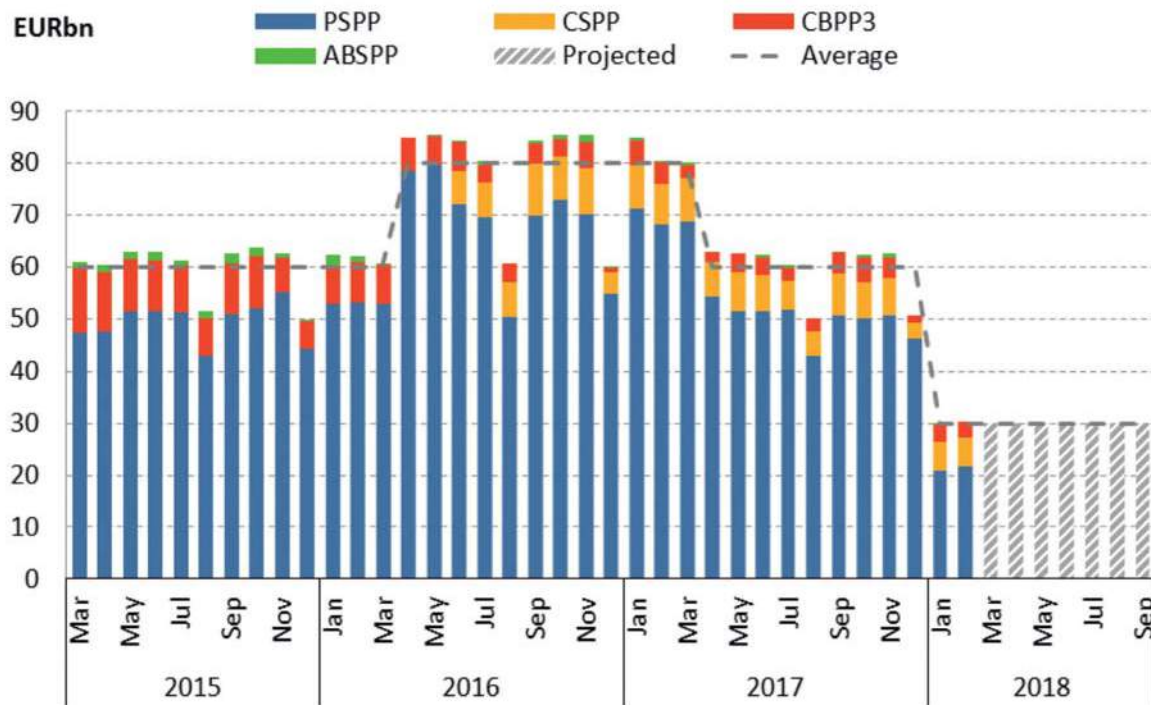
Por otra parte, con rentabilidades de los activos más seguros en mínimos históricos, desde el lado de los inversores también hay apetito comprador y las titulizaciones pueden suponer una buena oportunidad de inversión.

⁴ European Banking Authority

⁵ Fitch subió, por ejemplo, el rating de España un escalón, desde BBB+ hasta A- con perspectiva estable en enero.

Gráfico 4

Fuente: European Central Bank



En definitiva, 2018 y 2019 serán unos años de trabajo intenso para fijar unos pilares robustos que asienten las bases del crecimiento de los mercados de las titulizaciones en Europa. ■

4. PROJECT BONDS, ESTATUS Y PERSPECTIVAS

Javier de Diego González

Coordinador Anuario de Renta Fija y Financiación Alternativa, IEB/Axesor

El Project Finance es una técnica financiera que consiste en la creación de una figura jurídico - económica (sociedad), cuyo objeto es un proyecto concreto que se encuentra fuera del balance de la o las empresas que controlan su gestión. Su forma más habitual consiste en la creación de una (SPV) “Special Purpose Vehicle”, indeleblemente ligada al mismo, de forma que los activos serán los del proyecto en concreto y sus pasivos la deuda generada para su financiación, que se irá redimiendo con los flujos de caja generados por el mismo.

A pesar de que el volumen de los “Project Finance” a nivel global se estima ha tenido en 2017 una caída del 17% con respecto al 2016, su volumen en el último año, superó los 358 mil millones de USD, y el número total de operaciones realizadas fue mayor que las del año 2016. Son los sectores energéticos y de infraestructuras los que lideran este tipo de operaciones. La operación más grande de 2017 superó los 8 mil millones de USD y fue “Nord Stream Bridges”, proyecto de financiación de un gaseoducto en la Federación Rusa.

La financiación de los “Project Finance” ha ido evolucionando a lo largo de su historia desde un modelo basado en la financiación directa, bien en forma bilateral o sindicada, a la utilización de activos desintermediables como son los bonos y las obligaciones. Estas operaciones son denominadas “Project Bonds”.

Se estima que hoy en día más del 12 % de la financiación de los “Project Finance” se realiza por medio de la emisión de bonos.

Precisamente una operación de este tipo ha recibido el premio “Project Finance International” (PFI) 2017 en la categoría de “Mejor Operación Europea en el ámbito de las infraestructuras de transporte” concedido a la autopista Pedemontana - Veneta en Italia. La titularidad de dicho proyecto corresponde al consorcio SIS, participado por Fininc y la española Sacyr. Se trata de un proyecto “Greenfield” (Proyectos en los que todavía no se ha iniciado su fase de operación, están en fase de construcción. En comparación con los denominados proyectos “BrownField”, que ya se encuentran en su fase operativa o de explotación) que ha sido financiado con dos emisiones de bonos, una “senior” y otra subordinada de 1.221 y 350 MM de Euros respectivamente. La inversión total que se prevé en la autopista alcanzará los 2.566 millones de Euros. Los Bonos, que cotizan en la Bolsa de Dublín, se emitieron en noviembre de 2017, con vencimientos de 30 y 10 años. El “Global Coordinator” de la operación fue JP Morgan.

A nivel mundial, el volumen de “Project Bonds” emitidos se estima en el entorno de los 40 mil millones de USD. Las principales entidades financieras participantes como “Bookrunners” han sido, por orden de aseguramiento, Citi, JP Morgan y HSBC.

Esto es una muestra de lo que ya parece una tendencia que se consolida firmemente en el mercado, con incrementos de cuotas año tras año y que beneficia a todos sus intervinientes.

Por el lado de los proyectos supone una clara ampliación de sus fuentes de financiación, con las obvias implicaciones en precio, y, lo más importante, en capacidad de obtención de financiación alternativa. Para los inversores se abre una opción distinta donde poder diversificar la asignación de activos de sus carteras y obtener algunos puntos básicos adicionales de rentabilidad, en unos momentos en los que las curvas de tipos de interés ofrecen pocas oportunidades interesantes.

Muy en particular, otros agentes que se benefician de la existencia de los Project Bonds son las instituciones financieras bancarias, cada día más presionadas por temas regulatorios de consumo de capital. La solución es un claro “Win-Win”. Las entidades financieras dan servicio a sus clientes emisores, facilitándoles la financiación, a la par que obtienen comisiones interesantes por la gestión de estos “Project Finance” a través de sus unidades de Mercados de Capitales y no comprometen los consumos de capital de la entidad.

Como viene siendo ya tradicional en otro tipo de emisiones estructuradas, como son las titulizaciones, las emisiones de “Project Bonds” suelen disponer de dos tramos, uno con “Rating” alto, que se correspondería a un nominal de activos emitidos mayor y que gozaría de prelación en el caso de que el proyecto se viera en problemas, y otro subordinado, que sería el primero en tener que hacer frente a los posibles problemas y al que obviamente le corresponde una remuneración superior.

Una característica fundamental de este tipo de emisiones es su vencimiento a largo o muy largo plazo, íntimamente ligado a la duración de los activos financiados.

En España este tipo de títulos los encontramos listados en el MARF (Mercado alternativo de Renta Fija.) Las emisiones listadas hasta el momento han sido las siguientes:

EMISOR	ISIN	IMPORTE	FECHA EMISIÓN	FECHA VENCIMIENTO
VIARIO A31	ES0205052006	€ 47.000.000	25/11/2014	25/11/2024
S. C. AUTOVÍA DE LA PLATA	ES0205068002	€ 184.500.000	27/05/2015	31/12/2041
AUNOR	ES0205082003	€ 54.000.000	26/04/2016	30/06/2025
GLOBASOL VILLANUEVA 1	ES0205135009	€ 45.300.000	17/05/2016	31/01/2037
PLANTA SOLAR PUERTOLLANO 6	ES0205238001	€ 45.100.000	27/02/2017	31/12/2037
SOLARIA CASIOPEA, S.A.U.	ES0205316005	€ 9.200.000	22/12/2017	30/09/2040
EKONDAKIN ENERGÍA Y MEDIOAMBIENTE, S.A.	ES0205264007	€ 80.000.000	01/06/2018	30/05/2047

Fuente MARF

Como podemos observar en el cuadro, al igual que ocurre a nivel global, también son los sectores de energía y de infraestructura los que copan la totalidad de este tipo de operaciones en nuestro país.

La operación de Ekondakin es un programa de emisiones que se irán produciendo de forma paulatina según se vayan cumpliendo los hitos previstos en el calendario de construcción definidos en el proyecto. Se trata de la construcción de la mayor planta de tratamiento de residuos y producción de energía “waste to energy” de Guipúzcoa. Se trata también del primer Project Bond emitido para financiar un proyecto 100% “Greenfield” en España.

Aunque la presencia de este tipo de operaciones en el mercado español puede considerarse modesta en comparación con las cifras manejadas en los mercados internacionales, tenemos razones para el optimismo de cara a los próximos años.

Alguna de ellas ya las hemos comentado con anterioridad, ventajas para los propios proyectos, los sponsors / accionistas de los mismos, las entidades financieras y los inversores. Además de estos factores de carácter general, la presentación por parte del Gobierno Español en julio de 2017 del Plan Extraordinario de Inversión en Carreteras, que supone una actuación sobre más de 2.000 Km de vías y una inversión superior a los 4.000 MM de Euros hasta el 2021, podría significar un punto de apoyo básico para el relanzamiento de los Project Bonds en nuestro país.

Esta iniciativa, basada en un modelo de colaboración público/privado y que contará con el apoyo del Banco Europeo de Inversiones (BEI), multiplicará la capacidad financiera que supone el tradicional recurso de forma directa a la financiación presupuestaria.

Por todo ello podemos afirmar que, al futuro de este tipo de activos, sin duda, le queda un recorrido importante dentro del mercado español, pudiendo crearse un círculo virtuoso del cual saldrán beneficiados desde las iniciativas empresariales, los inversores, las entidades financieras, las agencias de “rating”, el MARF y, por elevación, la economía española. ■

5. ÚLTIMAS TENDENCIAS EN LAS EMISIONES DE HÍBRIDOS DE CAPITAL POR EMPRESAS NO FINANCIERAS EN EL MERCADO EURO

Borja Zamorano

Managing Director of EMEA Debt Capital Markets at Mizuho International plc

Los híbridos de capital son instrumentos que mezclan características tanto del capital como de la deuda.

Las entidades financieras son emisores habituales de estos valores ya que éstos son computables como capital regulatorio (AT1, T2, *senior non-preferred*...) en función de sus características concretas en cuanto al plazo, la subordinación, la discrecionalidad en el pago de los intereses o su capacidad de absorber pérdidas.

Las empresas no financieras también utilizan los híbridos de capital con diferentes motivaciones. Sin duda, las principales son tanto la obtención de un cierto reconocimiento como capital por parte de las agencias de rating (generalmente los emisores persiguen que se computen 50% como capital y 50% como deuda) o su tratamiento contable como recursos propios.

Dado que estos instrumentos tienen un coste para los emisores notablemente superior al de la deuda (prima senior-subordinada), los emisores tratan de asegurarse que los intereses que pagan por los mismos tengan la consideración de gastos deducibles.

Los términos habituales en las emisiones de híbridos corporativos son los siguientes:

- » **Plazo:** emisiones perpetuas o “casi perpetuas” (en la tabla de abajo se pueden observar unas emisiones con vencimiento en 1000 años) o a 60 años. Suelen incorporar opciones de amortización anticipada (opciones *call*) por parte del emisor a partir del quinto año o a plazos más largos con moderados incentivos a que la opción se ejercite (incrementos o *step-ups* en los cupones, con un máximo generalmente de 100 pb)
- » **Subordinación:** generalmente son profundamente subordinadas, únicamente disfrutan de una prelación de cobro frente a los accionistas ordinarios
- » **Discrecionalidad** del emisor para diferir el pago de los intereses (que, de diferirse, se suelen acumular).

Aunque el mercado de híbridos corporativos en euros ha experimentado una caída en los volúmenes desde los máximos de 2014, este mercado se está revitalizando desde mediados de 2017 gracias a una reducción de los diferenciales (*spreads*) entre la deuda senior y este tipo de deuda subordinada a la mitad de donde se encontraban hace solo dos años.

Gráfico 1. Volúmenes de emisión de híbridos corporativos en EUR:

Fuente: Mizuho, Bloomberg. A 10 de enero de 2018

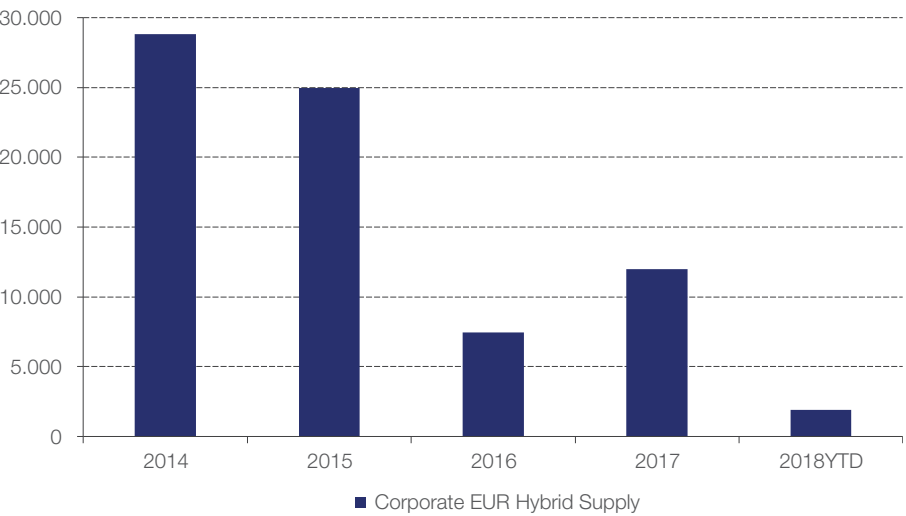
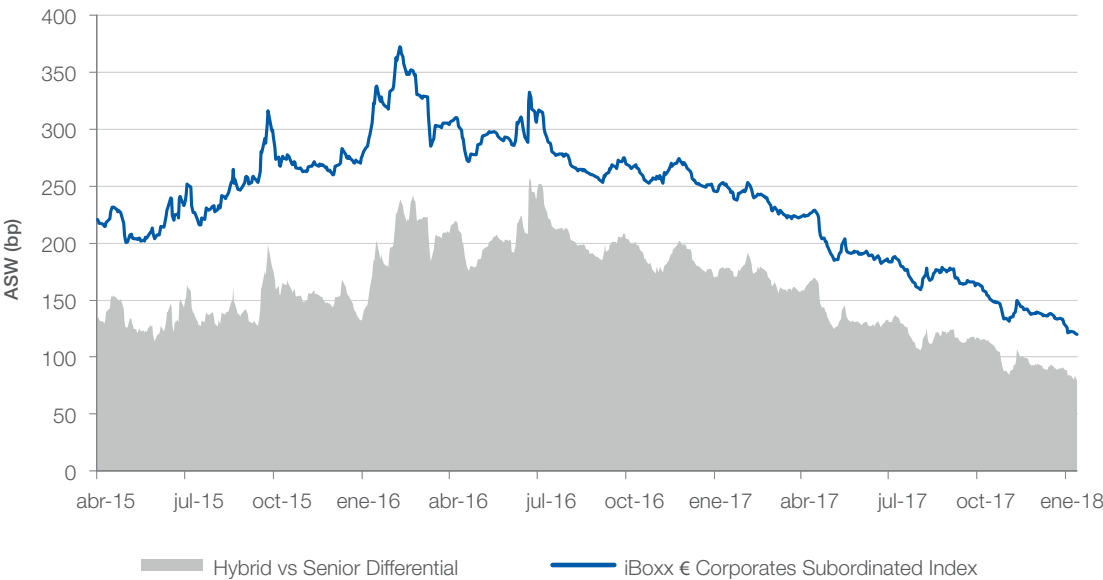


Gráfico 2. Evolución de los spreads deuda senior – deuda subordinada (híbridos):

Fuente: Mizuho, Bloomberg. A 10 de enero de 2018



De entre los 55 emisores de híbridos corporativos en euros, los diez más destacados han emitido 2.000 millones de euros o más. Entre ellos destaca la empresa española Telefónica con un volumen superior a los 6.350 millones de euros (y un saldo vivo si contamos las emisiones en otras divisas de 7.400 millones de euros).

● Tabla 1

Fuente: Mizuho, Bloomberg. A 10 de enero de 2018

Posición	Emisor	Importe	Cuota mercado
1	VW	11,000	11%
2	Total	9,250	10%
3	Telefónica	6,350	7%
4	Bayer	4,550	5%
5	EDF	4,500	5%
6	Orange	4,250	4%
7	GDF Suez	3,350	4%
8	Enel	2,250	2%
9	Solvay	2,200	2%
10	BHP	2,000	2%

● Tabla 2. Algunas emisiones históricas de híbridos

Fuente: Mizuho, Bloomberg. A 10 de enero de 2018

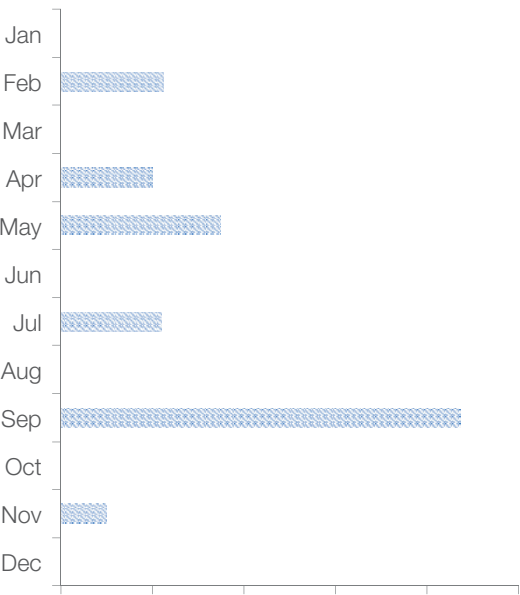
Date	Issuer (Issue Ratings)	Amnt (€m)	Non-Call	Final Maturity	Coupon	Senior / Sub	Books	Perf (bp)
30-Jan-18	Alliander '25 (A2/A)	500	7.4	Perp	1.625%	95	7.0x	-16
10-Jan-18	Aroundtown Property '24 (-/BBB-)	400	6.0	Perp	2.125%	125	2.0x	-20
10-Jan-18	Engie '23 (Baa1/BBB)	1,000	5.3	Perp	1.375%	100	1.8x	-4
29-Nov-17	Telefonica '23 (Ba2/BB+)	1,000	5.5	Perp	2.625%	220	1.6x	-34
17-Nov-17	AT&S '22 (-/-)	175	5.0	Perp	4.750%	-	-	-20
16-Nov-17	Ørsted '24 (Baa3/BB+)	500	7.0	Nov-3017	2.250%	160	4.6x	-63
14-Nov-17	Iberdrola '23 (Baa3/BBB-)	1,000	5.5	Perp	1.875%	140	1.8x	-34
07-Nov-17	Ferrovial '23 (-/BB+)	500	5.5	Perp	2.124%	150	5.8x	8
06-Nov-17	Eurofins '25 (-/-)	400	8.0	Perp	3.250%	146	9.0x	-53
23-Oct-17	Danone '23 (Baa3/BBB-)	1,250	5.7	Perp	1.750%	128	6.1x	-27
04-Oct-17	BayWa '22 (-/-)	300	5.0	Perp	4.250%	-	2.0x	-198
31-Aug-17	Fastighets AB '23 (Ba2/BB+)	350	5.5	Mar-78	3.000%	205	4.6x	-60
29-Jun-17	Evonik '22 (Baa3/BBB-)	500	5.4	Jul-77	2.125%	205	7.0x	-83
07-Jun-17	VW '22 (Baa2/BBB-)	1,500	5.5	Perp	2.700%	205	3.0x	-101
07-Jun-17	VW '27 (Baa2/BBB-)	2,000	10.0	Perp	3.875%	212	3.3x	-86
10-Apr-17	Suez '24 (Baa2/-)	600	7.0	Perp	2.875%	212	3.8x	-112
29-Mar-17	Tennet '24 (Baa3/-)	1,000	7.2	Perp	2.995%	225	3.5x	-105
28-Mar-17	Telia Company '23 (Baa1/A-)	900	6.0	Apr-78	3.000%	220	3.8x	-134
29-Sep-16	Aroundtown Property '23 (-/BBB-)	600	6.3	Perp	3.750%	287	3.0x	-438
29-Sep-16	Total '23 (A2/A-)	1,000	6.6	Perp	2.708%	285	-	-180
29-Sep-16	Total '26 (A2/A-)	1,500	10.0	Perp	3.369%	285	3.6x	-185

En 2018 esperamos que la principal motivación de los emisores para la emisión de híbridos sea la refinanciación de emisiones anteriores como consecuencia de la nueva metodología publicada a finales del pasado mes de octubre por la agencia de rating S&P.

S&P, con el fin de reconocerle al híbrido un contenido intermedio (50%) como capital, ha venido requiriendo a los emisores que pretendieran ejercer sus opciones de amortización anticipada que en los 12 meses previos a la fecha de ejercicio de dicha opción *call*, se emitiera un instrumento con un contenido de capital igual o superior (y por un importe similar o superior) al que se pretendiera cancelar (a este requisito se le conoce como “*replacement language*”).

La nueva metodología permite, sujeto a ciertos requerimientos tales como el que no se vea impactada materialmente la calidad crediticia del emisor tras la amortización del híbrido, la amortización anticipada con anterioridad a la fecha preestablecida para el ejercicio de la opción *call* que estos instrumentos suelen incorporar, incluso durante los primeros 5 años.

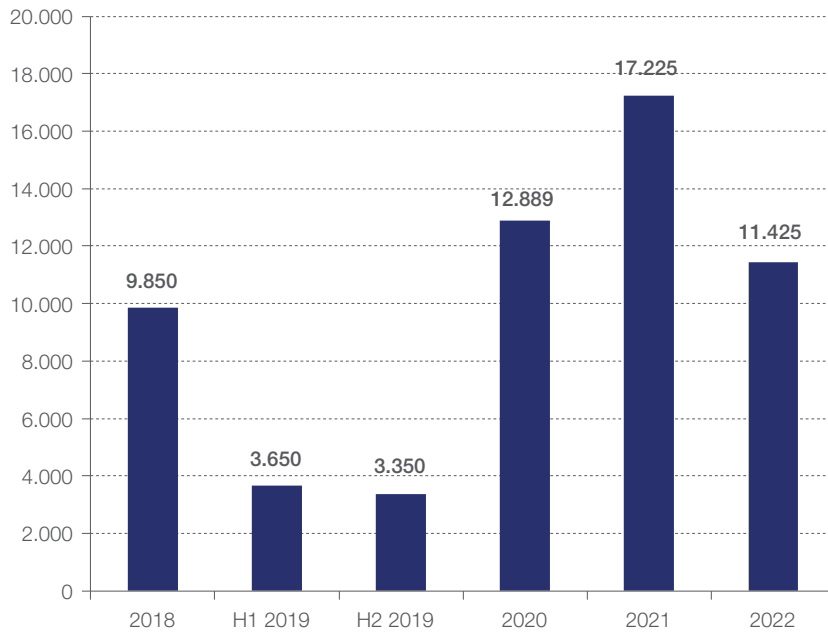
Este cambio metodológico de S&P va muy probablemente a provocar que un gran número de emisores intenten reemplazar en 2018 emisiones antiguas (con cupones altos) por nuevas emisiones (con cupones sensiblemente inferiores, habida cuenta de los históricamente bajos tipos de interés y más reducidos spreads senior-subordinadas que disfrutamos actualmente) con anterioridad a las fechas de sus opciones *call*. El calendario de 2018, mes a mes, de emisiones que serán amortizables (*callable*) es el siguiente:



De este modo, y simplemente motivado por refinanciaciones de emisiones anteriores, los volúmenes esperados para los próximos años son los siguientes:

■ Gráfico 5

Fuente: Mizuho, Bloomberg. A 10 de enero de 2018



Hay que tener en cuenta que un gran porcentaje de las emisiones del año 2013 lo hicieron con estructuras “perpetuas NC-5” (esto es, perpetuas pero amortizables a partir de 2018, quinto aniversario de la fecha de emisión). ■

6. A PESAR DE QUE EL SOL BRILLA PARA LA ECONOMÍA PORTUGUESA, SE APRECIAN EN EL HORIZONTE ALGUNAS NUBES AMENAZANTES

Daniel Neves

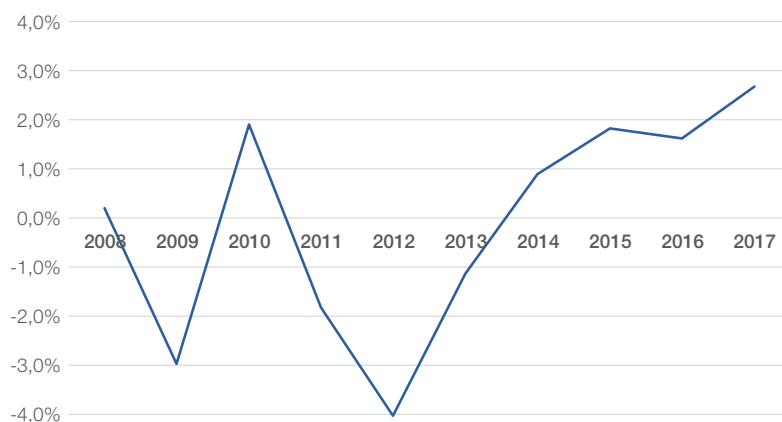
Responsable del negocio de Axesor Rating en Portugal

Como consecuencia de una de las más graves crisis de deuda del siglo pasado, en 2011, Portugal se vio obligado a aceptar un duro ajuste impuesto por la Troika (UE, BCE y FMI) para obtener acceso a un paquete de ayuda de 78.000 millones de euros (una suma equivalente a casi el 40% de su PIB). La receta ha ido en la línea de las aplicadas en este tipo de situaciones: fuerte reducción del gasto público y aumento de los impuestos directos e indirectos. Las consecuencias iniciales para la economía han sido las esperadas: una fuerte contracción del PIB, una tasa de desempleo que aumenta a niveles sin precedentes en la historia del país del 16.2% en 2013 y fuertes restricciones financieras a empresas y particulares. El objetivo era reducir el déficit público y llevar la deuda pública a niveles más sostenibles, que permitieran al país recuperar su credibilidad ante los mercados financieros internacionales. Los recientes resultados del PIB apuntan a que estos objetivos se han alcanzado, ya que Portugal ha pasado de tener un déficit comercial del 9,4% en 2008 a un superávit del 1,8% en 2017 (ambas cifras expresadas como porcentaje del PIB).

En 2017 el crecimiento del PIB alcanzó un inesperado 2,7%, superior al 2,6% previsto por el FMI y otros organismos económicos internacionales.

■ Gráfico 1. Crecimiento Real del Producto Interior Bruto de Portugal

Fuentes: INE - Instituto Nacional de Estadística, BP - Banco de Portugal, Pordata (Unidades: porcentaje)



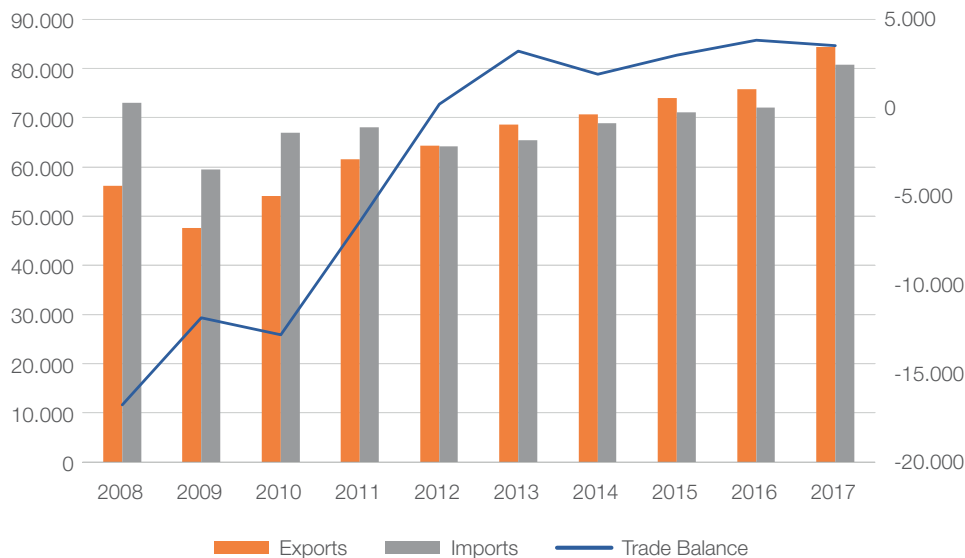
6. A pesar de que el sol brilla para la economía portuguesa, se aprecian en el horizonte algunas nubes amenazantes

En nuestra opinión, tres factores principales contribuyeron a este excelente resultado:

Un entorno económico internacional bueno, especialmente en la eurozona, principal destino de las exportaciones portuguesas, que permitió un excelente comportamiento del mercado de exportaciones portugués. Este crecimiento del PIB de la Eurozona, del 2,5% en el 2017, no solo contribuyó a un aumento de las exportaciones portuguesas, sino que, combinado con una demanda interior todavía débil, permitió revertir el déficit de la balanza comercial que parecía condenado a mantener una situación crónica de desequilibrio. En 2017, la balanza comercial registró un superávit de 3,5 mil millones de euros, en comparación con el déficit de 16,8 mil millones de euros registrado 10 años antes.

■ Gráfico 2. Balanza comercial de Portugal

Fuentes: BP - Banco de Portugal y Pordata (Unidades: millones de euros)



Otro factor importante que contribuye al buen momento de la economía portuguesa es el auge de la industria del turismo, que no ha dejado de sorprender por el enorme tirón de los últimos años. Aunque todavía hay un enorme potencial de crecimiento, el turismo es actualmente el motor del crecimiento económico, gracias a que finalmente el país ha sido “redescubierto”, convirtiéndose en un destino turístico de moda entre otros países europeos y siendo Francia la fuente más importante de turistas. En 2017 los ingresos provenientes del turismo alcanzaron los 15,1 mil millones de euros; 4 veces más que hace 10 años. En la actualidad, el turismo es el sector económico más dinámico en Portugal, atrayendo grandes flujos de inversión extranjera en el sector inmobiliario, no solo el hotelero, sino también el de segundas residencias.

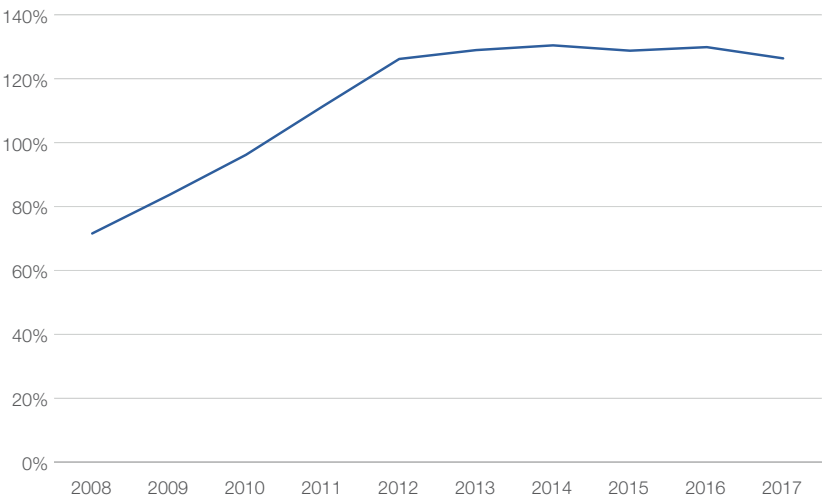
Por último, aunque no por ello menos importante, se debe mencionar que, a pesar de ser inmensamente impopulares, los ajustes impuestos por la Troika tuvieron un impacto positivo en las finanzas públicas, no solo en la reducción del déficit, sino también en el nivel absoluto de deuda pública, que tocó un

6. A pesar de que el sol brilla para la economía portuguesa, se aprecian en el horizonte algunas nubes amenazantes

máximo de 130.6% del PIB en 2014. Aunque Portugal todavía registra una de las deudas públicas más altas de la eurozona (alrededor del 126% del PIB en 2017), ésta parece estar bajo control y los inversores internacionales confían en su sostenibilidad a medio y largo plazo. En resumen, analizados los datos económicos recientes, la economía portuguesa parece estar embarcada hacia un futuro más saludable, aunque todavía queda por ver si puede mantener la tendencia de reducción de deuda/PIB a niveles más cercanos al 100%, que los economistas consideran la “línea roja” que no se debe sobrepasar. Asimismo, destacar que un análisis de otros factores que podrían impactar en la economía revela riesgos importantes que podrían afectar significativamente a las estrategias de financiación de las empresas.

■ Gráfico 3. Deuda pública de Portugal en % del PIB

Fuentes: DGO - Ministerio das finanças, INE - Instituto Nacional de Estatística, BP - Banco de Portugal y Pordata (Unidades: porcentaje)



Desde un punto de vista político, estamos ante una situación en la que el PS (partido de centro izquierda) gobierna con el apoyo en el parlamento de 2 partidos de extrema izquierda, el Partido Comunista y el Bloco de Esquerda. Pese a que este escenario “exótico” no fue anticipado por la mayoría de los agentes políticos y muchos pensaron que estaba condenado a fracasar al cabo de algunos meses, lo cierto es que la coalición ha demostrado resiliencia y, en la actualidad, todo el mundo cree que resistirá hasta el final de la legislatura. Sin embargo, esta coalición presenta algunos riesgos, ya que obliga al Gobierno a implementar algunas medidas populistas para contentar a los partidos de extrema izquierda, restringiendo su capacidad de desarrollar con los partidos más moderados importantes acuerdos estructurales que serían necesarios para asegurar el mantenimiento de las tendencias positivas de la economía. En Portugal, como en otros países europeos, existe un peligro de radicalización del panorama político que puede tener consecuencias desastrosas para la economía.

El último panorama económico (Dic/17) ofrecido por el Banco Central de Portugal (BdP) revela que la deuda pública aumentó un 3,8%, y la deuda privada un 3,7%, lo que muchos interpretan como consecuencia de

medidas populistas (como el aumento de los salarios de los funcionarios) necesarias para complacer a los aliados que apoyan al gobierno en el Parlamento. La economía va bien, pero todo sigue igual en términos estructurales, alegan algunos.

En su última declaración relativa a la evaluación del programa de ajuste portugués, Christine Lagarde, presidenta del FMI, anunció con optimismo que la “economía portuguesa es más fuerte”. Sin embargo, también advirtió sobre la carga de la deuda externa y la alta dependencia del turismo como principales riesgos para la economía portuguesa.

De hecho, Portugal sigue siendo uno de los países europeos donde las empresas y el estado se hallan más endeudados, lo que provoca una dependencia muy fuerte de las políticas del BCE. Debido a que la política del BCE se rige principalmente por criterios de inflación, y a pesar de que este indicador ha estado registrando los valores más bajos jamás vistos, un potencial aumento de la inflación en países del norte, concretamente en Alemania, puede cambiar rápidamente el actual statu quo de tasas de interés históricamente bajas y aumentar el coste público de la deuda. Pensamos que el hecho de no haber realizado reformas de calado en estos años puede afectar negativamente a Portugal en un escenario de repunte de la inflación.

En lo que se refiere a la financiación de las empresas, es importante destacar que el mercado de deuda portugués se halla todavía muy concentrado en el sistema bancario, como es el caso en mayor o menor medida de la mayoría de los otros países del sur de Europa.

Es importante no olvidar que la coyuntura económica puede cambiar muy rápidamente. Las economías periféricas como Portugal siempre sufren más cuando las burbujas estallan. En Portugal, las potenciales condiciones adversas tienen efectos aún más difíciles, ya que el sistema bancario y la economía en su conjunto son más sensibles a posibles crisis bancarias.

En conclusión, teniendo en cuenta el buen momento de la economía portuguesa y el acceso a financiación a tipos históricamente reducidos, pensamos que es un buen momento para invertir en Portugal, aunque entendiendo el perfil de los riesgos a los que está expuesto y sin olvidar que los ciclos económicos pueden cambiar de forma abrupta y sin preaviso. En este contexto cambiante, es importante para las empresas definir y adoptar estrategias claras para diversificar las fuentes de financiación, explorar los mercados financieros de deuda, especialmente con perfiles de vencimiento a largo plazo, y no confiar exclusivamente en la financiación bancaria. ■



7. ANÁLISIS DE LOS EMISORES/SECTORES INDUSTRIALES ESPAÑOLES MÁS ACTIVOS EN LA EMISIÓN DE RENTA FIJA: TIPOLOGÍA Y CARACTERÍSTICAS DE DICHOS ACTIVOS

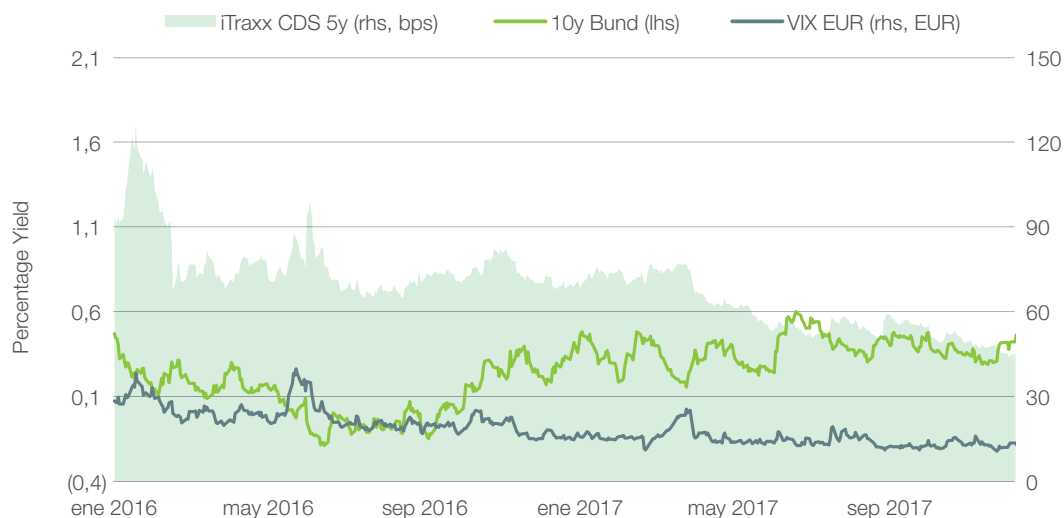
Inés Riopérez Hualde

Debt Capital Markets para España y Portugal. CA-CIB

El año 2017 ha sido un año activo en cuanto a emisiones de deuda en el mercado de capitales español, en el que se ha observado una alta actividad tanto del sector financiero (47%) como el sector corporativo (40%) y SSA⁶ (13%). Las condiciones de mercado han estado marcadas en gran parte por las medidas anticrisis impuestas por el BCE en 2016, animando a muchas entidades a favorecerse de los bajos spreads y la escasa volatilidad visible a lo largo del año.

■ Gráfico 1

Fuente: CACIB, Bloomberg



CaixaBank inauguró el mercado con una emisión de 1.500€ millones de Cédulas Hipotecarias, pero han sido los instrumentos computables para el colchón de solvencia MREL / TLAC⁷ los que han cobrado protagonismo por parte de las entidades financieras. Únicamente se han emitido 2 operaciones de cédu-

⁶ Tesoros, agencias, supranacionales.

⁷ Instrumentos elegibles destinados a la absorción de pérdidas a efectos de solvencia. Minimum Requirement for Own Funds & Eligible Liabilities (MREL / Total Loss-Absorbing Capacity (TLAC).

7. Análisis de los Emisores/sectores Industriales españoles más activos en la emisión de Renta Fija: tipología y características de dichos activos

las hipotecarias por importe acumulado de 2.250€ millones y 5 de Senior Unsecured por un importe de 2.850€ millones.

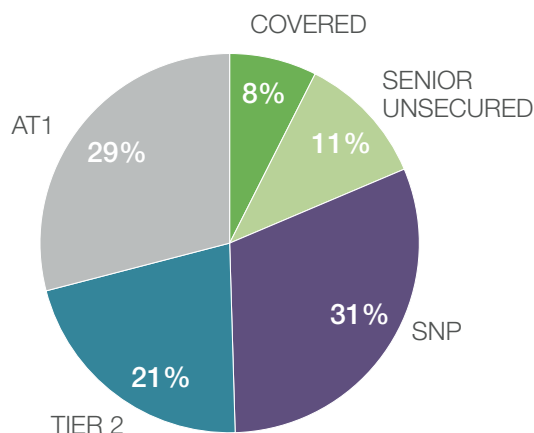
De un volumen total equivalente a 27.000€ millones, Banco Santander, CaixaBank y BBVA han sido los bancos más activos con 13.000€ millones (8.250€ millones, 6.750€ millones y 6.350€ millones respectivamente).

Banco Santander y BBVA también han aprovechado las buenas condiciones del mercado extranjero para diversificar su base inversora en el mercado americano, con una emisión de 850€ millones de AT1⁸ por parte de BBVA y 2 triple-tranches de SNP por importe de 5.000€ por parte de Santander.

El volumen medio de emisión es de 900 millones de euros y un vencimiento medio de 8 años.

■ Gráfico 2. Distribución por instrumento en el sector bancario español

Fuente: CACIB, Bloomberg



En 2017 las empresas españolas han emitido 19.800€ millones de bonos en 24 operaciones. Cabe destacar las emisiones de bonos híbridos con un total de 3.800€ millones solamente en el mes de noviembre por parte de Iberdrola, Ferrovial y Telefónica.

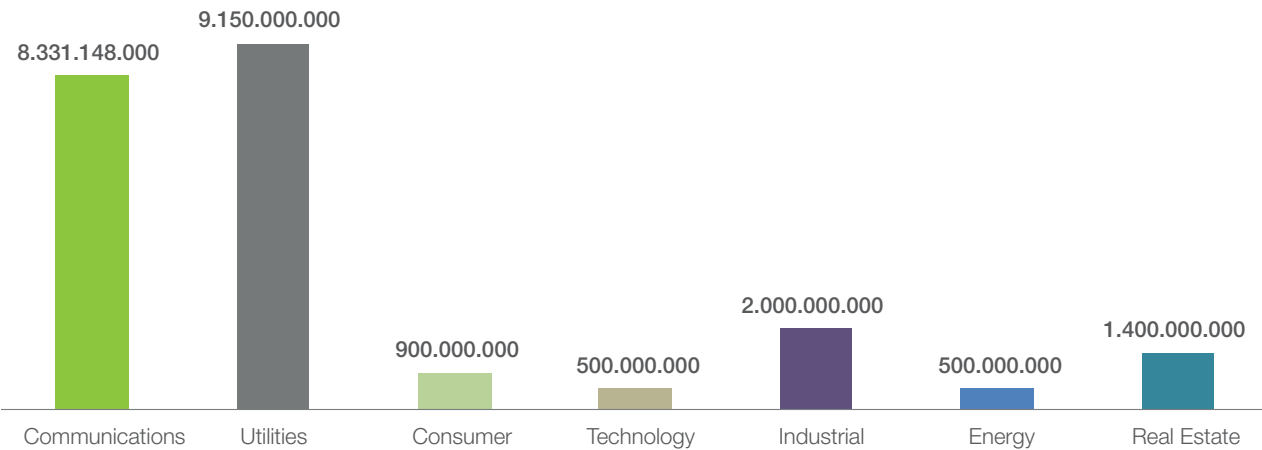
Entre ellas, destacamos la emisión de 1.000€ millones de Iberdrola, pionera en España en lanzar al mercado un bono híbrido verde, y siendo el segundo instrumento con estas características a nivel global. Los fondos obtenidos se utilizarán para la refinanciación de inversiones en distintos proyectos que tiene la compañía en Reino Unido.

La industria de utilities han sido las más activas este año con un total de 9.100€ millones seguidas por las empresas de telecomunicación, 8.330€ millones e industriales con 2.000€.

8 Additional TIER 1.

Gráfico 3. Distribución del sector corporativo por industria

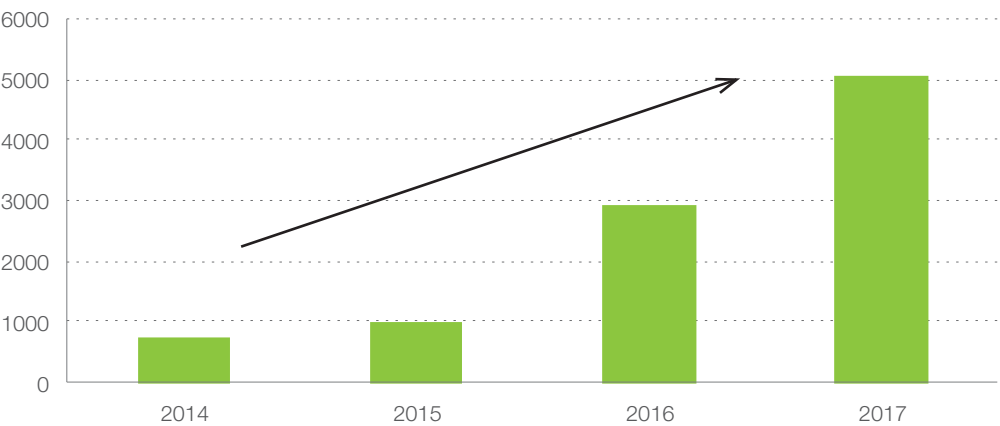
Fuente: CACIB, Bloomberg



El volumen medio de emisión en el sector corporativo es de 700€ millones de euros y un vencimiento medio de 9 años. Telefónica e Iberdrola acudieron al mercado de dólares en 2017 con un dual-tranche por importe de 3.700€ millones y 300€ millones respectivamente. Ésta última lo hizo a través de su filial estadounidense, Rochester Gas. La emisión de Telefónica supuso la mayor operación de deuda desde 2010. Se dividió en dos tramos: el primero con vencimiento en 2027 por importe de 1.500 millones de dólares y el segundo de 2.000 millones de dólares a 30 años. Ésta fue la primera emisión pública en dólares de Telefónica desde 2013.

Gráfico 4. Emisiones de bonos sostenibles

Fuente: CACIB, Bloomberg



Por último, resaltar que la emisión bonos sostenibles ha sido la tendencia clara entre las emisiones de empresas (16%) y principalmente en el sector público (50%). ICO, Adif, Comunidad de Madrid, Repsol, Gas Natural e Iberdrola han sido las operaciones con finalidad sostenible más relevantes.

7. Análisis de los Emisores/sectores Industriales españoles más activos en la emisión de Renta Fija: tipología y características de dichos activos

Listado de Emisiones del Sector Financiero (2017)

Issuer Name	ISIN	Issue Date	Curr	Amount Issued	Maturity	Payment Rank
SANTANDER ISSUAN	XS1548444816	04/01/2017	EUR	1.000.000.000	19/01/2027	Sr Unsecured
CAIXABANK	ES0440609339	11/01/2017	EUR	1.500.000.000	11/01/2027	Covered
BBVA	XS1548914800	17/01/2017	EUR	1.000.000.000	17/01/2022	Senior Unsecured
BANCO SANTANDER	XS1557268221	26/01/2017	EUR	1.500.000.000	09/02/2022	Senior Non-Pref
BBVA	XS1562614831	19/02/2017	EUR	1.000.000.000	10/02/2027	Subordinated
CAIXABANK	XS1565131213	15/02/2017	EUR	1.000.000.000	15/02/2027	Subordinated
LIBERBANK	ES0268675032	14/03/2017	EUR	300.000.000	14/03/2027	Subordinated
BANKIA	ES0213307046	15/03/2017	EUR	500.000.000	15/03/2027	Subordinated
BANCO SANTANDER	US05964HAC97	04/04/2017	USD	1.000.000.000	11/04/2022	Senior Non-Pref
BANCO SANTANDER	US05964HAB15	04/04/2017	USD	1.000.000.000	11/04/2027	Senior Non-Pref
BANCO SANTANDER	US05964HAA32	04/04/2017	USD	500.000.000	11/04/2022	Senior Non-Pref
BANKINTER	XS1592168451	06/04/2017	EUR	500.000.000	06/04/2027	Subordinated
BBVA	XS1594368539	12/04/2017	EUR	1.500.000.000	12/04/2027	Senior Unsecured
BANCO SANTANDER	XS1602466424	18/04/2017	EUR	750.000.000	-	Jr Subordinated
SABADELL	ES0413860596	26/04/2017	EUR	1.100.000.000	26/04/2027	Covered
CAIXABANK	XS1614722806	17/05/2017	EUR	1.000.000.000	17/05/2024	Senior Unsecured
SABADELL	XS1611858090	18/05/2017	EUR	750.000.000	-	Jr Subordinated
BBVA	XS1619422865	24/05/2017	EUR	500.000.000	-	Jr Subordinated
CAJAMAR	XS1626771791	07/06/2017	EUR	300.000.000	07/06/2027	Subordinated
CAIXABANK	ES0840609004	13/06/2017	EUR	1.000.000.000	-	Jr Subordinated
CAIXABANK	XS1645495349	14/07/2017	EUR	1.000.000.000	14/07/2028	Subordinated
BANKIA	XS1645651909	18/07/2017	EUR	750.000.000	-	Jr Subordinated
BBVA	XS1678372472	11/09/2017	EUR	1.500.000.000	11/09/2022	Senior Non-Pref
CAIXABANK	XS1679158094	12/09/2017	EUR	1.250.000.000	12/01/2023	Senior Non-Pref
BANCO SANTANDER	XS1692931121	26/09/2017	EUR	1.000.000.000	-	Jr Subordinated
BANCO SANTANDER	US05964HAD70	17/10/2017	USD	500.000.000	23/02/2023	Senior Non-Pref
BANCO SANTANDER	US05964HAE53	17/10/2017	USD	1.000.000.000	23/02/2023	Senior Non-Pref
BANCO SANTANDER	US05964HAF29	17/10/2017	USD	1.000.000.000	23/02/2028	Senior Non-Pref
BBVA	US05946KAF84	16/11/2017	USD	849.401.000	-	Jr Subordinated
SABADELL	XS1720572848	23/11/2017	EUR	400.000.000	-	Jr Subordinated
SABADELL	XS1731105612	05/12/2017	EUR	1.000.000.000	05/03/2023	Senior Unsecured

Listado de Emisiones del Sector Corporativo (2017)

Issuer Name	ISIN	Issue Date	Curr	Amount Issued	Maturity	Payment Rank
AMADEUS CAPITAL MARKETS SAU	XS1616407869	19/05/2017	EUR	500.000.000	19/05/2019	Sr Unsecured
CELLNEX TELECOM SA	XS1551726810	18/01/2017	EUR	335.000.000	18/04/2025	Sr Unsecured
COLONIAL	XS1725678194	21/11/2017	EUR	300.000.000	28/11/2029	Sr Unsecured
COLONIAL	XS1725677543	22/11/2017	EUR	500.000.000	28/11/2025	Sr Unsecured
CORES	ES0224261059	15/11/2017	EUR	400.000.000	24/11/2027	Sr Unsecured
DIA SA	XS1589970968	07/04/2017	EUR	300.000.000	06/04/2023	Sr Unsecured
FCC AQUALIA SA	XS1627343186	08/06/2017	EUR	650.000.000	08/06/2027	Secured
FCC AQUALIA SA	XS1627337881	08/06/2017	EUR	700.000.000	08/06/2022	Secured
FERROVIAL NL BV	ES0205032024	29/03/2017	EUR	500.000.000	31/03/2025	Sr Unsecured
FERROVIAL NL BV	XS1716927766	07/11/2017	EUR	500.000.000	PERP	HYBRID
GAS NATURAL CAP MKTS	XS1551446880	11/01/2017	EUR	1.000.000.000	19/01/2027	Sr Unsecured
GAS NATURAL CAP MKTS	XS1590568132	11/04/2017	EUR	1.000.000.000	11/04/2024	Sr Unsecured
GAS NATURAL CAP MKTS	XS1718393439	08/11/2017	EUR	800.000.000	15/05/2025	Sr Unsecured
HIT	FR0013298684	17/11/2017	EUR	500.000.000	27/03/2023	Senior Unsecured
HIT	FR0013298676	17/11/2017	EUR	500.000.000	27/11/2027	Senior Unsecured
IBERDROLA FINANZAS SA	XS1575444622	07/03/2017	EUR	1.000.000.000	07/03/2025	Sr Unsecured
IBERDROLA FINANZAS SA	XS1682538183	13/09/2017	EUR	750.000.000	13/09/2027	Sr Unsecured
IBERDROLA INTERNATIONAL BV	XS1721244371	14/11/2017	EUR	1.000.000.000	PERP	HYBRID
MERLIN	XS1619643015	23/11/2017	EUR	600.000.000	17/05/2017	Sr Unsecured
NORTEGAS ENERGIA DISTRIBUCION SAU	XS1691349952	28/09/2017	EUR	750.000.000	28/09/2027	Sr Unsecured
NORTEGAS ENERGIA DISTRIBUCION SAU	XS1691349796	28/09/2017	EUR	550.000.000	28/09/2022	Sr Unsecured
PROSEGUR CASH SA	XS1729879822	04/12/2017	EUR	600.000.000	04/02/2026	Sr Unsecured
REDEXIS	XS1728776219	24/11/2017	EUR	250.000.000	27/04/2027	Senior Unsecured
REPSOL INT FINANCE	XS1613140489	09/05/2017	EUR	500.000.000	23/05/2022	Sr Unsecured
ROCHESTER	USU75039AC89	07/01/2027	USD	300.000.000	17/05/2017	Secured
TELEFONICA EMISIONES SAU	XS1550951211	17/01/2017	EUR	1.250.000.000	17/01/2025	Sr Unsecured
TELEFONICA EMISIONES SAU	XS1550951138	17/01/2017	EUR	700.000.000	17/10/2028	Sr Unsecured
TELEFONICA EMISIONES SAU	US87938WAU71	08/03/2017	USD	2.372.592.500	08/03/2047	Sr Unsecured
TELEFONICA EMISIONES SAU	US87938WAT09	08/03/2017	USD	1.423.555.500	08/03/2027	Sr Unsecured
TELEFONICA EMISIONES SAU	XS1681521081	12/09/2017	EUR	1.250.000.000	12/01/2028	Sr Unsecured
TELEFONICA EMISIONES SAU	XS1795406658	29/11/2017	EUR	1.000.000.000	PERP	HYBRID

7. Análisis de los Emisores/sectores Industriales españoles más activos en la emisión de Renta Fija: tipología y características de dichos activos

Listado de Emisiones del Sector Público (2017)

Issuer Name	ISIN	Issue Date	Curr	Amount Issued	Maturity	Payment Rank
ICO	XS1681522998	15/09/17	EUR	1.000.000.000	30/04/22	Sr Unsecured
FADE	ES0378641288	10/02/17	EUR	1.134.000.000	17/03/22	Sr Unsecured
ADIF	ES0200002022	5/07/17	EUR	600.000.000	5/07/23	Sr Unsecured
ICO	XS1644451434	3/07/17	EUR	500.000.000	30/07/21	Sr Unsecured
ICO	XS1590041478	3/04/17	EUR	1.100.000.000	20/07/20	Sr Unsecured
FADE	ES0378641304	16/06/17	EUR	1.120.000.000	17/06/20	Sr Unsecured
Comunidad de Madrid	ES0000101818	8/02/17	EUR	1.000.000.000	30/04/27	Sr Unsecured
Comunidad de Madrid	ES0000101842	3/04/17	EUR	700.000.000	30/04/22	Sr Unsecured

8. ANÁLISIS DE LAS TENDENCIAS DEL MERCADO PRIMARIO "HIGH YIELD" EUROPEO

Pablo García Montesinos

BBVA Leveraged Finance & High Yield Syndicate EMEA

Durante los últimos años, los mercados financieros globales vienen experimentando una tendencia favorable, o "bull market" como es conocido en inglés, sin precedentes. Los índices globales, como el S&P 500 o el Dow Jones, continúan batiendo records históricos, impulsados por unos niveles de volatilidad sostenidamente bajos, crecimiento económico estable tanto en Estados Unidos como en Europa e inflación moderada. Estas condiciones de mercado favorables han trascendido también al mercado de "high yield" europeo, el cual vivió en 2017 uno de sus mejores años en record desde la crisis financiera en el 2007.

Dadas las fuertes condiciones técnicas en el mercado, el rendimiento a través de todas las clases de activos se encuentra a niveles mínimos y esto ha dado lugar a que la actividad de los inversores haya estado liderada por la búsqueda de rentabilidad. En el mercado de bonos europeo, dicha búsqueda ha supuesto que inversores que tradicionalmente acotaban su enfoque al mercado de bonos "Investment grade" aumentasen la esfera de su actividad inversora para incluir también los bonos de emisores "high yield".

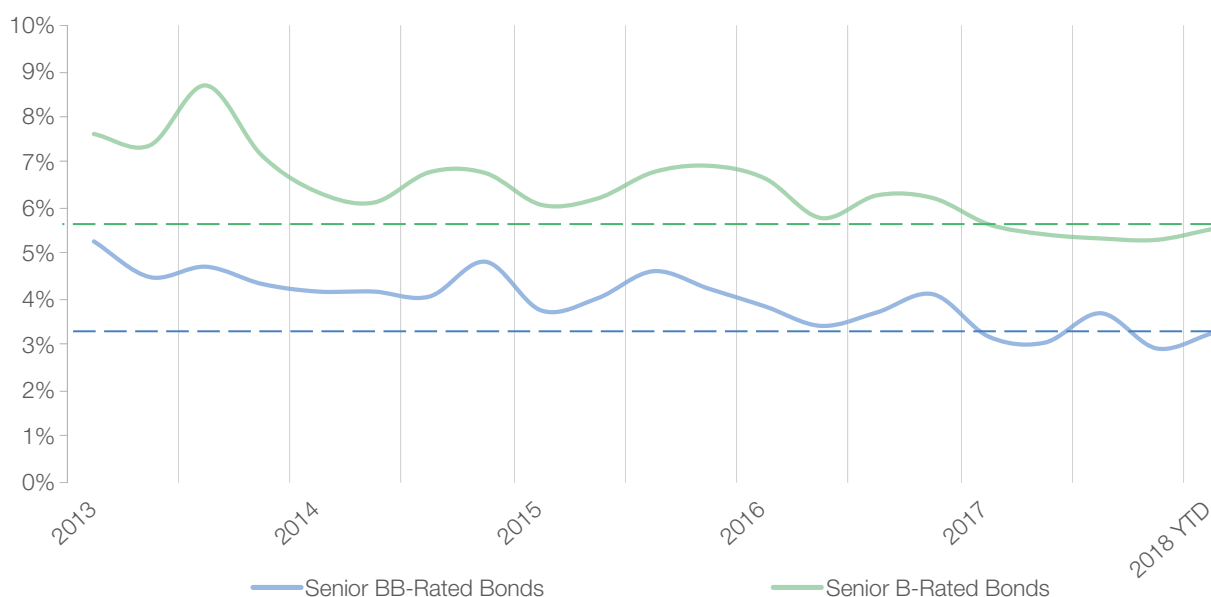
Esto ha provocado que la base inversora de las emisiones en primario de bonos "high yield" se viese incrementada, creando un desequilibrio entre la limitada oferta de papel por parte de los emisores y el insaciable apetito por el lado de los inversores. Este desequilibrio, en conjunto con el favorable entorno económico global han puesto una presión a la baja en la rentabilidad de las emisiones "high yield" en el mercado primario, que las ha conducido a niveles históricamente bajos. No obstante, durante los últimos meses se ha podido apreciar un repunte en la rentabilidad media de emisión en primario, la cual ha sido especialmente evidente en aquellas emisiones de empresas con mejores ratings dentro del espacio "high yield".

La rentabilidad media para emisores BB se ha incrementado en casi 35 puntos básicos desde el comienzo del año, hasta posicionarse en el nivel de 3.25% en el que se encuentra actualmente a finales de marzo. Esta subida en la rentabilidad es atribuida en su mayor parte por la expectativa de un incremento de rentabilidad en el mercado de bonos "Investment grade" dado el progresivo retroceso del programa de

compra de deuda corporativa del Banco Central Europeo (CSPP), con lo que cabe esperar que aquellos inversores que migraron al ámbito de “high yield” buscando mayores retornos vuelvan a su espacio una vez se materialice esta expectativa. Adicionalmente el crecimiento en la rentabilidad del bund alemán también está aliviando la presión negativa al constituir la referencia subyacente para todas las emisiones en Euros.

Gráfico 1. Evolución de rentabilidad media de emisión en mercado primario

Fuente: BBVA, Capital-Structure&LCD Comps



Varios emisores, tanto experimentados como debutantes, han aprovechado esta coyuntura favorable para salir al mercado. Y es por ello por lo que el volumen de emisión durante el año pasado ha sido el más alto registrado, con un total de 107 mil millones de euros entre más de 175 empresas, consolidando un incremento de cerca del 34% en comparación con los 80 mil millones en volumen registrado durante el 2016.

Sin embargo, a pesar del nivel récord de emisión, la mayoría de la actividad ha estado monopolizada por las refinanciaciones, las cuales han supuesto más de 80 mil millones del volumen total (un 75%). Únicamente 14 mil millones ha resultado de la financiación de la actividad de fusiones y adquisiciones /M&A y LBOs), lo que supone junto al de 2016 el nivel más bajo en este aspecto desde 2009.

El consenso general en el mercado en cuanto al volumen previsto durante este año 2018, es que se mantenga a niveles históricamente altos sin embargo no alcanzando el record visto el año anterior, con las refinanciaciones continuando monopolizando la actividad.

Gráfico 2. Comparativa volumen de emisión mensual

Fuente: BBVA, Capital-Structure&LCD Comps

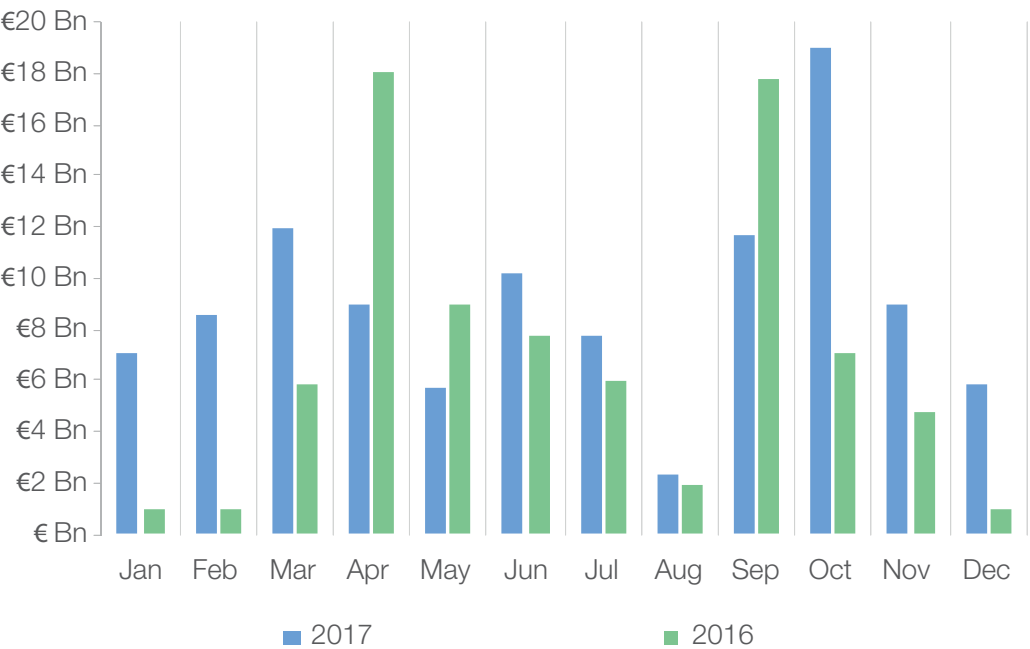
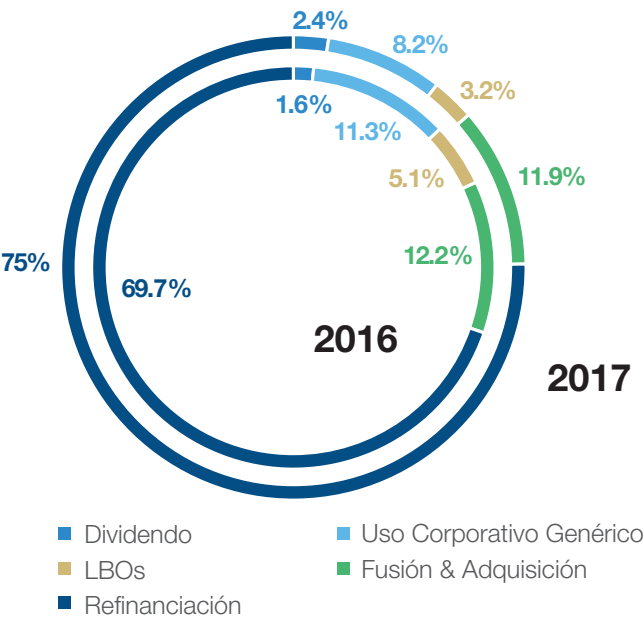


Gráfico 3. Comparativa del uso de ganancias

Fuente: BBVA, Capital-Structure&LCD Comps



Por último, es también necesario hacer una mención especial al efecto que este desequilibrio entre oferta y demanda, por parte de emisores e inversores, ha tenido sobre las cláusulas de protección de inversores. Debido a la alta competencia por obtener la máxima proporción posible en las emisiones de bonos en el mercado primario, la tolerancia a aceptar riesgo por parte de los inversores ha incrementado sustancialmente. Ello ha supuesto una progresiva predisposición por parte del mercado a asumir cada vez un mayor nivel de riesgo a cambio de recibir el mismo nivel de rentabilidad. Dicho incremento en el nivel de riesgo se ha hecho efectivo principalmente a través de una menor protección en la estructuración de la documentación de las nuevas emisiones, en cuanto a una moderación en las cláusulas de protección a inversores.

La función de dichas cláusulas es la de restringir las capacidades de los emisores para realizar determinadas acciones que pueden incrementar el riesgo de incumplimiento de la obligación de pago contraída con el titular del bono. Es por ello por lo que esta liberalización de las restricciones beneficia enormemente a los emisores ya que les otorga una mayor libertad de actuar. Esta tendencia ha sido especialmente prominente en aquellas transacciones apoyadas por “sponsors” financieros, como ocurrió por ejemplo en la emisión realizada por la farmacéutica alemana Stada en septiembre del año pasado la cual fue notable dada la agresividad sin precedentes en la excepción a la limitación de la empresa de realizar pagos restringidos. Dicha excepción otorgaba al emisor la capacidad de aumentar su endeudamiento, el cual podía quedar garantizado a través de sus subsidiarias, para financiar el pago de un dividendo o realizar otras inversiones.

Al igual que la rentabilidad de las emisiones y el volumen en el mercado primario, la liberalización de las cláusulas de protección de inversores se espera que se mantenga mientras persista el previamente mencionado desequilibrio, no obstante, las condiciones dinámicas del mercado y la buena coyuntura económica a nivel mundial hacen de éste uno de los mercados más favorables, tanto para inversores como para emisores, para el espacio de “high yield” europeo. ■



9. LAS FINANZAS VERDES Y LA SOSTENIBILIDAD COMO NUEVOS PILARES EN EL NUEVO SISTEMA FINANCIERO EUROPEO

Manuel Gómez Gutiérrez-Torrenova

Director del Programa Directivo Finanzas para la Sostenibilidad y el Cambio Climático. IEB

La firma del acuerdo de París el 12 de diciembre de 2015 marcó un nuevo rumbo para la economía mundial basado en una sociedad baja en carbono. La Unión Europea lidera este cambio, con el compromiso de reducir las emisiones de CO² en un 40% en todos los sectores económicos en 2030. Ya se están adoptando las políticas necesarias, pero aún hay un largo camino por recorrer. Según la Comisión Europea, se precisarán anualmente alrededor de 180 mil millones de euros en inversiones adicionales en sectores como la eficiencia energética, la generación y transmisión de energía renovable y el transporte, por citar algunos.

La escala del desafío de la inversión va más allá de la capacidad del sector público y se requerirán cambios regulatorios importantes que la Unión Europea ya está abordando para facilitar la movilización de capital privado. Alcanzar los objetivos del acuerdo de París requiere no menos que una transformación de todo el sistema financiero, su cultura y sus incentivos.

Recientemente, el Grupo de expertos de alto nivel (HLEG) nombrado por la Comisión Europea en materia de finanzas sostenibles ha establecido las bases para construir una verdadera Unión de Mercados de Capital como fundamento para un amplio Plan de Acción sobre sostenibilidad. El Plan establecerá un camino claro para hacer de la sostenibilidad un pilar del sistema financiero europeo, y fortalecer la posición de Europa como pionera en crecimiento verde y sostenibilidad. Al plan le seguirán importantes propuestas legislativas. El objetivo es ambicioso, pero firme: convertir a Europa en el centro de gravedad de las inversiones mundiales en una economía de baja intensidad en carbono. Se establecen ocho recomendaciones prioritarias.

- 1. Introducir una taxonomía sostenible común para garantizar consistencia y claridad en el mercado.** Un sistema de clasificación claro sobre lo que es “verde” o “sostenible”. Se mejoraría así la eficiencia del mercado y se ayudaría a canalizar capitales hacia activos que contribuirían al desarrollo sostenible

2. **Aclarar las obligaciones de los inversores, ampliando los horizontes de tiempo y enfatizar más en los factores de sostenibilidad.** Vincular las obligaciones de los inversores con cuestiones de sostenibilidad es esencial.
3. **Transparencia.** Actualizar las reglas de reporte financiero para hacer que los riesgos y las oportunidades del cambio climático sean totalmente transparentes.
4. **Concienciar a los ciudadanos europeos sobre los problemas de financiación sostenibles.** Mejorar el acceso a la información sobre sostenibilidad y financiación son elementos esenciales de ese esfuerzo de concienciación.
5. **Desarrollo de estándares europeos de financiación sostenible.** Como, por ejemplo, un estándar europeo de bonos verdes (UE GBS) y una etiqueta o certificado de bonos ecológicos de la Unión Europea para ayudar al mercado a desarrollarse plenamente y maximizar su capacidad de financiar proyectos que contribuyan a mayores objetivos de sostenibilidad
6. **Establecer una ‘Infraestructura sostenible Europa’ para ampliar el tamaño y la calidad de la cartera de activos sostenibles de la Unión Europea.** Una infraestructura confiable, inclusiva y de alta calidad es un componente vital del crecimiento económico sostenible a largo plazo.
7. **Reformar la gobernanza y el liderazgo de las empresas para desarrollar competencias de carácter sostenible.** La cultura del sector empresarial debe alinearse más estrechamente con las perspectivas a largo plazo y el compromiso de un sistema financiero sostenible que sea útil para la sociedad.
8. **Ampliar el papel y las capacidades de los organismos y agencias supervisoras y reguladoras para promover criterios de sostenibilidad como parte de sus mandatos.**

No obstante, aún se necesita un mayor desarrollo de las mejores prácticas en materia de Responsabilidad Social Empresaria y Gobierno Corporativo (ESG por las siglas en inglés de Environmental, Social Responsibility & Governance) y evaluaciones de riesgos de sostenibilidad a más largo plazo para garantizar que la sostenibilidad esté mejor integrada en el sector financiero, al tiempo que se garantiza la estabilidad financiera.

Un elemento importante puede ser la introducción de un ‘factor de apoyo verde’ o “Green supporting factor” que suponga reducir los requisitos de capital para otorgar préstamos al sector verde a fin de que sea más atractivo desde el punto de vista financiero para prestamistas y prestatarios.

Los argumentos a favor de dicho ‘factor de apoyo verde’ se refieren al valor sistémico positivo de los proyectos y actividades verdes que reducen los riesgos ambientales a largo plazo, y a la necesidad de integrar externalidades positivas. Según la Comisión Europea, un factor de apoyo verde podría dar una

fuerte señal de política para involucrar al sector financiero en la promoción activa de los objetivos climáticos y de sostenibilidad de la Unión Europea.

En sentido contrario, podría establecerse un “factor de penalización marrón” o “brown penalisation factor” exigiendo un mayor consumo de capital a inversiones en activos de alta intensidad en carbono.

No obstante, estos nuevos criterios de sostenibilidad deberán ser compatibles con la estabilidad financiera y, para salvaguardar ambas, los requisitos de capital deberán seguir alineados con el riesgo. Esta alineación de la variable riesgo y la variable sostenibilidad (y su posible factor de apoyo) será clave por su complejidad dado que ambas variables no necesariamente convergen. Es decir, ¿Son los proyectos verdes necesariamente menos arriesgados? Si no fuera así ¿El factor de apoyo verde, no constituiría un factor de riesgo en sí mismo? Por lo tanto, la pregunta es ¿Qué aspectos deben tenerse en cuenta al explorar la idoneidad de un factor de soporte ecológico en el sistema financiero?

En cualquiera de los escenarios, la inclusión de cuestiones y riesgos de sostenibilidad y cambio climático serán particularmente relevantes. En muchas entidades financieras, estos aspectos ya son una parte central del proceso de gestión de riesgos; y en aquellas donde aún no es el caso, el nuevo marco regulatorio venidero precisará de una mejora urgente. Estas tendencias no están exentas de desafíos para el sector financiero.

Tradicionalmente, las evaluaciones de riesgos se han basado en datos históricos. Sin embargo, por ejemplo, en materia de riesgo climático, el riesgo de activos inmovilizados radica en la exposición futura de los activos y no en el rendimiento pasado de esos activos. En otras palabras, las entidades financieras deberán asegurarse de que su evaluación de riesgos cubra riesgos financieros y no financieros, a través de modelos basados en datos históricos y perspectivas futuras de sostenibilidad.

La Comisión Europea respalda el desarrollo, la coordinación y el intercambio de mejores prácticas sobre ESG y evaluaciones del riesgo de sostenibilidad a más largo plazo para las entidades financieras. Como primer paso, los supervisores europeos (European Banking Authority – EBA, Mecanismo Único de Supervisión - MUS) incorporarán, dentro de sus mandatos, asegurar que los supervisores nacionales alienten a las entidades financieras a desarrollar instrumentos de evaluación de riesgos. Asimismo, los supervisores deberán desarrollar, coordinar y compartir las mejores prácticas en estos asuntos.

La Comisión también estimulará a que los productos de ahorro a largo plazo respalden las necesidades medioambientales y sociales de la economía y la sociedad en general, a fin de involucrar a los ciudadanos en la transición.

Paralelamente, todas estas políticas se verán potenciadas por una mayor granularidad en la información disponible para los organismos reguladores que permitirían la evaluación de la exposición a riesgos climáticos de las carteras de inversión y financiación.

En suma, la Unión Europea ha trazado una estrategia de liderazgo en el tránsito hacia una economía de bajo carbono que requiere una importante transformación económica. El sector financiero es clave en esta hoja de ruta y se verá afectado por numerosas iniciativas regulatorias que persiguen una verdadera Unión de Mercados de Capitales como fundamento para un amplio Plan de Acción sobre sostenibilidad totalmente alineado con la estrategia de la Unión Europea en materia de lucha contra el cambio climático. ■



LOS AUTORES



Adriana Oller Astort

Resilience Partner

Es licenciada en Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Madrid y Paris Dauphine. Founder & Partner. Adriana empezó su carrera inversora en 3i España, y continuó en Axis, dando soluciones de deuda a PYMES sólidas y rentables con planes de crecimiento a largo plazo. En 2013 Adriana decide fundar Resilience Partners para proveer esas soluciones a las compañías.



José Morales Díaz

Socio Financial Accounting Advisory Services (FAAS) Ernst&Young, S.L.

Jose María es Doctor en Economía Financiera y Contabilidad por la Universidad Complutense de Madrid, Licenciado en Administración y Dirección de Empresas por CUNEF y realizó un Programa Avanzado de Especialización de Opciones y Futuros en el IEB. Es Profesor del Master de Auditoría Financiera y Riesgos y del Curso Mercados de Divisas: Fundamentos, Gestión, Riesgos y Perspectivas del IEB.



Javier Eiriz

Director General de Europea de Titulizaciones (EdT)

Ingeniero de Telecomunicaciones por la UPC y MBA por el IESE Business School, actualmente es Director General de la gestora de fondos de titulización EdT donde se incorporó en 2015. Anteriormente trabajó en BBVA, en Asset Management como COO Latam y, previamente, como director de Riesgos, Valoración y Performance.



Javier de Diego González

Coordinador Anuario de Renta Fija y Financiación Alternativa, IEB/Axesor

Licenciado en Ciencias Económicas, Universidad Complutense de Madrid. CEFA (Certified EFFAS Financial Analyst), Federación Europea de Analistas Financieros. Miembro del Instituto Español de Analistas Financieros. Coordinador Anuario de Renta Fija y Financiación Alternativa. Ex Director de Sindicación Renta Fija. Mercados Globales BBVA. Ex Vicepresidente del Consejo de Administración de AIAF, Mercado de Renta Fija (Grupo BME)



Borja Zamorano

Managing Director del banco de inversión Mizuho International, responsable del área de mercado de capitales para el sur de Europa

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales y Derecho por UPC (ICADE). Máster en Gestión de Carteras por el IEB. Con 20 años de experiencia en Mercados de Capitales internacional, ha sido director de mercado de capitales de ABN AMRO y en el Royal Bank of Scotland. Es profesor del IEB desde hace más de 15 años.



Daniel Neves

Responsable del negocio de Axesor Rating en Portugal

Anteriormente, Daniel ha trabajado como Director de Inversiones para Europa y África de la empresa Andrade Gutiérrez, una de las mayores empresas de infraestructura de Brasil. Asimismo ejerció como Director de Banca de Inversiones en Crédito Agrícola, donde cerró importantes transacciones de financiación de proyectos y como consultor en destacadas empresas de consultoría.



Inés Riopérez Hualde

Debt Capital Markets para España y Portugal. CA-CIB

Licenciada en Administración y Dirección de Empresas obteniendo la doble titulación por ICADE y Dublin City University (Programa IPBS - E4), anteriormente ha trabajado en Bankinter en el Departamento de Banca Privada y en el Banco Santander en Hong Kong en el área de Riesgos de Crédito tras obtener la beca Fórmula concedida por el mismo banco.



Pablo García Montesinos

Leveraged Finance & High Yield Syndicate EMEA

Graduado en Derecho y Administración Internacional de Empresas por el Centro Universitario Villanueva y el European Business School. Desde 2017 forma parte del equipo de Leveraged Finance & High Yield Syndicate EMEA del BBVA en Londres. Se incorporó al BBVA como parte del Graduate Analyst Program en 2016 en los equipos de Corporate Lending, Global Syndicate y Liability Management.



Manuel Gómez Gutiérrez-Torrenova

Director del Programa Directivo Finanzas para la Sostenibilidad y el Cambio Climático. IEB

Licenciado en Ciencias Empresariales. Especialista en M&A y Private Equity. 15 años de experiencia en el sector de la ingeniería y energía desempeñando posiciones de dirección y responsabilidad a nivel internacional. Asesor de varias instituciones en materia de sostenibilidad y responsabilidad social corporativa. Presidente de Avangreen.

ENTREVISTAS



ENTREVISTAS EXPERIENCIAS DE LAS ENTIDADES EN EL MARF

106 EL MERCADO DE RENTA FIJA Y MARF, VISIÓN DE UNA ENTIDAD FINANCIERA

José María Domínguez - **Director Mercado de Capitales. Banco Sabadell**

108 EL MERCADO DE RENTA FIJA Y MARF, ROL DE ASESOR

Alejandro González de Aguilar del Canto - **Socio de Deloitte Financial Advisory. Responsable de Debt, Capital & Treasury Advisory**

112 DEUDA PRIVADA / PRIVATE PLACEMENT

Javier García Palencia - **Head of Debt Capital Markets & Debt Advisory Alantra**

116 EL MERCADO DE RENTA FIJA Y MARF, ROL DE EMISOR

Darío López Clemente - **Director General de Solaria**

118 EL MERCADO DE RENTA FIJA Y MARF, ROL DE INVERSOR INSTITUCIONAL

Enrique Lluva - **Responsable renta fija en Imantia Capital**

120 EL MERCADO DE RENTA FIJA Y MARF, ROL DEL CALIFICADOR

Adolfo Estévez - **Managing Director Axesor**

124 EL MERCADO DE RENTA FIJA Y MARF, ROL DEL COLOCADOR

Álvaro Canosa - **Director de Renta Fija. Mercado de Capitales. Bankia**

126 EL MERCADO DE RENTA FIJA Y MARF, ROL DEL INVERSOR

Juan Luis Fresneda Clement - **Grupo PSN. Responsable de Front Office y Fondos de Pensiones**

ENTREVISTAS GENERALES

128 SITUACIÓN Y TENDENCIAS DE LOS CDS, EXTENSIÓN A LOS NUEVOS INSTRUMENTOS SENIOR NON PREFERRED

Soledad Seivane Navia - Trader de CVA y FVA. Executive Director. BBVA Tesorería.

Gonzalo Bruna López-Polín - Responsable de Trading de Estructurados de Tipos de Interés y Crédito. Senior Executive Director. BBVA Tesorería

Daniel Cremades Rubio - Responsable Global de Trading de CVA y FVA. Senior Executive Director. BBVA Tesorería

132 FINANCIACIÓN EN EL MERCADO DE CAPITALES

Jokin Cantera Bengoechea - Socio Debt Capital Markets. PKF ATTEST

136 PERSPECTIVAS DEL SECTOR FINTECH

Federico Ruiz - Director Ejecutivo de Arthika Trading Solutions

138 LA CULMINACIÓN DE LAS REFORMAS POSCRISIS DE BASILEA

Miguel A. Otero - Miembro del Secretariado del Comité Económico y Financiero de la Unión Europea e Inspector del Banco de España en excedencia

142 BREXIT. IMPACTO EN LOS MERCADOS DE RENTA FIJA Y LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL


Manuel Alejandro Hidalgo - Profesor en la Universidad Pablo de Olavide

144 ENFOQUE DEL MERCADO DE CAPITALES EN EL SECTOR DE LAS ENERGÍAS RENOVABLES

Carlos Ruiz Nicolás - Socio Director VITA Energy Group

148 EXPECTATIVAS DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN LA EUROZONA Y EEUU

José María Majadas - Senior F.I & F.X. Portfolio Manager



EL MERCADO DE RENTA FIJA Y MARF, VISIÓN DE UNA ENTIDAD FINANCIERA

JOSÉ MARÍA DOMÍNGUEZ

DIRECTOR MERCADO DE CAPITALES. BANCO SABADELL

¿Qué le parece el desarrollo que ha tenido el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) desde su creación?

Desde su creación a finales del año 2013, el MARF ha sido utilizado por más de 40 empresas para diversificar sus fuentes de financiación con diferentes tipos de instrumentos. Hay empresas muy diversas, por ejemplo, por tamaño, por sectores o características (como puede ser el caso de empresas cotizadas en bolsa que solo habían utilizado la financiación bancaria).

Solo durante el año 2017, se han hecho emisiones por valor de más de 3.900 millones de euros entre pagarés y bonos. Al cierre de 2017 había un saldo vivo emitido de 900 millones de euros en pagarés y de 1.300 millones de euros en bonos. Desde que el MARF está en funcionamiento hay 22 empresas con programas de pagarés y se han hecho 32 emisiones de bonos.

Por otro lado, cabría destacar que hasta el año 2012 el número de empresas no financieras españolas que se financiaban a través de emisiones en los mercados de capitales no superaba la cifra de 16. Desde el año 2013, año de creación del MARF, el número de empresas que han utilizado los mercados de capitales para financiarse ha aumentado notablemente, siendo entre 30 y 45 las empresas que han accedido cada año a los mercados de capitales para financiarse en deuda.

¿Qué papel está jugando Banco Sabadell en el mercado del MARF?

Para Banco Sabadell, el MARF es una oportunidad de ampliar los servicios y productos que ofrecemos a nuestros clientes. Banco Sabadell ha sido uno de los bancos más activos en operaciones de financiación a través del MARF para empresas españolas. De hecho, hemos participado en varias emisiones de bonos y también somos banco colocador en 10 programas de pagarés.

En Banco Sabadell queremos ofrecer a nuestros

clientes todas las posibilidades de financiación y alternativas posibles y el MARF es una alternativa muy interesante. Luego, las empresas eligen la alternativa o alternativas que más se adaptan a sus características, necesidades y estrategia de cada momento.

¿Por qué deciden las empresas emitir bonos o pagarés?

El principal motivo es la diversificación de las fuentes de financiación. En la última crisis financiera hubo muchas empresas que lo pasaron mal debido a la situación de entidades financieras españolas. Muchos empresarios o directores financieros no quieren volver a verse en una situación en la que tienen una dependencia absoluta de las entidades financieras a la hora de refinanciar su deuda. Sin embargo, hay que destacar que muchas empresas no han dado el paso de diversificar sus fuentes de financiación por el coste o tipo de interés que tienen que pagar, ya que éste es el factor que más pondera a la hora de decidir realizar una emisión de bonos.

¿Es muy caro para una empresa mediana financiarse a través de una emisión de bonos o pagarés en el MARF?

Esto depende de muchos factores. Es importante el tamaño de la empresa, su posición con respecto a sus competidores, la diversificación geográfica, el importe de la operación y sobre todo su estructura financiera y rating ya que los inversores exigen mayor o menor rentabilidad por comprar los bonos en función de la percepción del riesgo que tienen de cada emisor.

Actualmente, por regla general, para las empresas la financiación bancaria es más barata que una emisión de bonos. Esto ha provocado que, en el último año, haya habido muchas empresas que han decidido dar un primer paso en los mercados de capitales a través de programas de pagarés ya que los costes o tipos de interés que están

pagando son mucho más competitivos si los comparamos con los bonos.

¿Qué otros motivos puede tener una empresa para querer emitir en el MARF?

Como hemos comentado, la razón o ventaja principal para emitir pagarés o bonos en el MARF es la diversificación de las fuentes de financiación. Como todo en la vida, no conviene tener todos los huevos en misma cesta.

Por otro lado, las características de las emisiones de bonos son diferentes. La mayor parte de los bonos, a diferencia de la financiación bancaria, son “bullet”. Al no tener amortizaciones parciales la vida media de un bono es más larga si la comparamos con un préstamo bancario. Esto es un factor muy positivo para muchos directores financieros.

Otros factores o motivos por los que algunas empresas han decidido emitir un bono o pagarés son diversos. En algunos casos, hablamos de empresas que tienen un plan estratégico de internacionalización y quieren tener una tarjeta de presentación que les facilite el acceso o las negociaciones con posibles socios, clientes o proveedores locales.

Finalmente, los “covenants” de los bonos, aunque también existen, son diferentes a los “covenants” de financiaciones bancarias. Los “covenants” de los bonos al ser de incurrencia no obligan a las empresas a solicitar “waivers” como en el caso de las financiaciones bancarias donde los “covenants” son de mantenimiento normalmente trimestral.

¿Cómo es el proceso de emisión y cuánto tiempo dura?

El plazo para montar un programa de pagarés puede variar entre 5 y 8 semanas. En el caso de los bonos, el plazo es más largo y puede estar entre las 9 y 15 semanas. Todo depende de si el futuro emisor tiene la información que hay que incluir en el documento informativo disponible y de si ya tiene un rating externo. ■

A close-up portrait of Alejandro González de Aguilar del Canto, a man with short, wavy grey hair, wearing a dark suit, white shirt, and a blue patterned tie. He is looking directly at the camera with a slight smile.

EL MERCADO DE RENTA FIJA Y MARF, ROL DE ASESOR

ALEJANDRO GONZÁLEZ
DE AGUILAR DEL CANTO

SOCIO DE DELOITTE FINANCIAL ADVISORY.
RESPONSABLE DE DEBT, CAPITAL & TREASURY
ADVISORY

¿Cuál es su visión del panorama de financiación corporativa para las empresas españolas?

Hoy hay más alternativas de financiación que nunca disponibles para las empresas (bancos, fondos de *Direct Lending*, MARF/*Private Placements*, bonos públicos, etc.). A esto hay que sumar el éxito del MARF como plataforma para la emisión de pagarés.

Las empresas españolas parecen haberle “perdido el miedo” a los mercados de capitales (públicos, los emisores españoles de bonos *High Yield* se han convertido en habituales) y a la financiación/interacción con inversores institucionales, operaciones que podemos llamar de “pre-mercado de capitales”.

Entendemos que el contexto actual de financiación bancaria no es “de equilibrio” por cuanto hay algunas distorsiones en la manera (tan favorable en plazo y precio) en que los bancos están prestando y que esto puede estar restando potencial de esa financiación/interacción con inversores institucionales

¿En el entorno de tipos de interés tan bajos como los actuales sigue teniendo sentido emitir en mercado o por el contrario seguir financiándose a través de los bancos?

En los últimos 5 años hemos vivido un movimiento cuasi-pendular, por diversos factores, en el que los bancos nacionales han pasado de no prestar a nadie a prestar generosamente al mejor crédito corporativo. Esto ha permitido a las mejores empresas revisar los términos de su financiación varias veces, rebajando costes.

Aquellas empresas que hayan conseguido cerrar financiación bancaria a largo plazo en términos ventajosos sin duda han hecho bien su trabajo aprovechando un contexto benévolo en términos de acceso al crédito.

Creo que existe un consenso en que el coste de la financiación corporativa parece haber tocado

suelo y que en el contexto de subida de tipos en EEUU y la retirada progresiva de los estímulos tanto en EEUU como en la zona Euro las perspectivas son de alzas en los tipos de referencias. Al final a la hora de diseñar su estructura de financiación las empresas deben hacer un análisis conservador acerca de cuáles son sus necesidades de financiación de acuerdo a los planes de negocio y la estrategia a 3-5 años vista. Igualmente, en función de cuál sea la base de activos que deban financiar la estructura de capital debería ser una u otra.

Puede haber empresas para las que la financiación bancaria, predominantemente de corto plazo sea suficiente, mientras que en otros casos podría ser recomendable un ejercicio activo y anticipatorio de diversificación.

¿Cómo encajan los *Private Placements* en la financiación de las empresas?

Como comentaba antes, no existe un mix óptimo financiación bancaria vs mercados/institucional que aplique a todas las empresas. Creemos que los *Private Placements* resultan adecuados para empresas que operen sobre una base de activos de cierto tamaño (generalmente de ámbito industrial) que requiera de un volumen de inversión relevante. Estos activos tendrán por definición un período de rentabilidad largo lo que debiera ir acompañado de una financiación a largo plazo. Es en estos contextos donde puede tener sentido un ejercicio de diversificación hacia los *Private Placements*. Igualmente, si la compañía tiene en mente un plan de inversión/expansión ambicioso, ya sea vía *capex* o vía M&A.

Un *Private Placement* les dará acceso a estructuras *bullet* y los tipos a tipo fijo (lo que permite fijar la variable del coste de financiación a la hora de diseñar mi plan de negocio/estrategia), así como a plazos de entre 7 y 10 años que no ofrece la financiación bancaria. Además, el objetivo sería cerrar una financiación con *covenants*. Además, el proceso de concentración bancaria experimentado

está generando situaciones en las cuales hay entidades financieras que se encuentran con un peso dentro del pool de una compañía con el que no se sienten cómodos...y por otro lado bajar o sustituir a esa/s entidad/es puede resultar complicado para tickets de cierto tamaño, especialmente cuando se trate de compañías privadas de tamaño mediano/grande, pero que todavía estén lejos de plantear operaciones de sindicados que puedan interesar a la banca europea/internacional. En este sentido los *Private Placements* permiten acceso a una nueva base inversora, por el momento eminentemente internacional, que pueden ayudar a desatascar estas situaciones.

¿Qué valoración hacéis desde Deloitte de la evolución del MARF?

El MARF ha sido un gran éxito, tanto en el segmento de bonos a largo plazo como en el de pagarés. Desde Deloitte hemos estado implicados en el proyecto desde el inicio, pudiendo prestar un servicio de asesoramiento integral a potenciales emisores, desde el asesoramiento financiero, hasta la búsqueda de inversores, llegado al rol de asesor registrado al listar la emisión en el MARF. Hay bonos emitidos por empresas de muy diversas tipologías y sectores (industriales, *agrifood*, hoteleras, etc), con importes de emisión cada vez más elevados, por encima del techo de los €50 millones. Por el lado de los pagarés, que cotizadas como Fluidra, Vocento, Sacyr, Tubos Reunidos, o compañías privadas como Maxam, Barceló, El Corte Inglés por citar tres nombres de compañía de tamaño grande que podrán perfectamente ser compañías cotizadas, demuestran el acierto de haber abierto este nuevo mercado.

El éxito del MARF se produce en el contexto de la cada vez mayor la importancia que están cobrando los inversores institucionales en formato MARF/*Private Placement*, algo novedoso en el entorno europeo, pero que tiene una larga tradición en EEUU bajo el formato de USPP. En este sentido el

EL MERCADO DE RENTA FIJA Y MARF, ROL DE ASESOR

ALEJANDRO GONZÁLEZ DE AGUILAR DEL CANTO

SOCIO DE DELOITTE FINANCIAL ADVISORY. RESPONSABLE DE DEBT, CAPITAL & TREASURY ADVISORY

MARF está siendo aceptado como una plataforma válida por inversores institucionales internacionales lo que va a ayudar a dar profundidad al mercado y que veamos más operaciones y de mayor tamaño. Creo que es importante destacar el papel del MARF como “pista de aterrizaje” de *Private Placements* en el sector de infraestructuras. Actualmente hay listadas en el MARF financiaciones de proyectos tanto *brownfield*, como, y esto si es una novedad, *greenfield* puros (el ejemplo de GHK). El mundo de los *Private Placements*, ya sea en formato bono o préstamo viene con mucha fuerza, y está por ver cuál es el recorrido que puede tener el MARF en este ámbito. Desde Deloitte somos bastante positivos a este respecto.

¿Cuáles son los puntos más relevantes a considerar por un emisor al acudir al MARF?

El primer punto es cuál es mi perspectiva de endeudamiento a medio y largo plazo. Como decimos, el MARF es un instrumento de largo plazo, luego la compañía tiene que evaluar si ese stock de deuda que va a financiar a largo plazo va a tener permanencia en el tiempo. Si es una compañía que va a desapalancar rápidamente, probablemente el MARF no sea la mejor opción. Nosotros lo vemos para compañías que se vayan a instalar en entornos de apalancamientos de 2-4x. Esto es así pues en los bonos MARF, como en general los *Private Placements*, los inversores, por su perfil de inversor a largo plazo, reclaman restricciones al

repago (y penalizaciones al repago anticipado). Esto se puede modular a través de (estructuras *callable*). El emisor tiene que evaluar también, la convivencia con la financiación pre-existente. En algunos casos puede ser necesario renegociar la financiación bancaria pre-existente para levantar alguna restricción para poder emitir. Al hilo de esto, hay que valorar la estructura de garantías, emisión *secured vs unsecured*. Esto dependerá tanto del perfil de riesgo del emisor, como de las garantías disponibles y de las restricciones. Otro punto es el rating. En general el entorno de *Private Placement* es Europa es un entorno *unrated*, no obstante, para determinados proyectos, especialmente si el importe de la financiación es elevado (>€100-150 millones), un rating, aunque sea privado, puede ser recomendable a fin de dar confort a los inversores y ampliar la base inversora. En el MARF el rating es obligatorio, lo que sin duda está ayudando a crear confianza en el mercado y a filtrar los emisores según su calidad crediticia. Esto nos parece un acierto para contribuir al éxito de un nuevo mercado.

Adaptar la compañía en su función financiera para emitir y gestionar la emisión de un instrumento en mercados/institucional. Es fundamental que la compañía interiorice las obligaciones de *reporting* que deberá asumir, así como que prepare su función financiera para ello.

El último tema serían los costes emisión, pero dicho esto desde nuestra experiencia, los

costes totales (asesores, colocadores, etc...) no son necesariamente superiores a los de un préstamo sindicado. Vemos más un tema de estar acompañado por un asesor en el esfuerzo de documentación y la interacción con el regulador del MARF que realmente un tema de costes.

¿Cuál es el perfil de operación donde puede resultar adecuado considerar una financiación con un fondo de Direct Lending?

Claramente se trata de financiaciones *event driven*. Destinada a ayudar a empresas que quieren o necesitan hacer algo en un momento concreto: afrontar una inversión relevante, adquirir a un competidor, recomprar un paquete minoritario relevante, financiar un dividendo extraordinario. Situaciones que van a suponer situarse de manera coyuntural en un rango de apalancamiento elevado, por encima de 3.5 veces EBITDA por tomar una referencia, que puede disuadir a los bancos de participar en esa financiación. También puede resultar una alternativa para empresas que opten por refinanciar toda su exposición a bancos como una manera de salir de un acuerdo de refinanciación cuyas restricciones les impide acometer según qué proyectos o decisiones empresariales. En cualquier caso, no es una financiación permanente (como pueden ser los *Private Placements*). Lo vemos como una financiación puente hasta volver a una situación más estable en la que sea oportuno realizar una operación de refinanciación con bancos a costes más reducidos. Es una financiación de la que los fondos de *Private Equity* activos en el *middle market* están haciendo uso de manera recurrente, me atrevería a decir que en un tercio de sus operaciones, pero donde vemos

también recorrido en el mundo *sponsorless*. En este sentido, tal y como mencionábamos en el *Deloitte Alternative Lender Deal Tracker*, los fondos de *Direct Lending* con más presencia local están empezando a valorar con más apetito operaciones *sponsorless*. Por otro lado, vemos que este tipo de financiadores están aprovechando algunos espacios que los bancos han dejado libres como puede ser el préstamo promotor residencial o la financiación de proyectos inmobiliarios hoteleros bien *greenfield*, bien de reposicionamiento radical del activo, en este caso no tanto sustituyendo sino complementando la financiación bancaria.

¿Qué valoración hace de los costes de esta financiación?

Sobre el papel no es un instrumento barato. Pero también creemos que quizás, según cuál sea el contexto, la alternativa al *Direct Lending*, y por tanto contra la que hay que comparar costes, no es la financiación bancaria, sino el equity. Y comparado con el coste/rentabilidad requerida por un inversor de equity, el *Direct Lending* es una alternativa “barata”, flexible, por adaptable y de rápida ejecución. Una suerte de equity barato. En cualquier caso, merece la pena comentar que los costes de esta financiación también se están reduciendo, por lo que ya no estamos hablando de los dobles dígitos sino de entornos que se acercan más al entorno de precio del *leveraged finance* más tradicional al menos en los tramos *Unitranche* o *stretched senior*. Cada vez esta financiación está incrementando su penetración en el mercado español, y sin lugar a dudas ya se está quitando la etiqueta de “fondo buitre” con la que pudieron aterrizar algunos fondos en la época de la crisis. ■



DEUDA PRIVADA / PRIVATE PLACEMENT

JAVIER GARCÍA PALENCIA

HEAD OF DEBT CAPITAL MARKETS & DEBT
ADVISORY ALANTRA

¿Por qué la desintermediación bancaria está tardando más en llegar a España que al resto de países de la Unión Europea y EE.UU.?

La desintermediación bancaria es una realidad en Europa donde el 50% de las operaciones de deuda se canalizan a través de los fondos de deuda, bonos y colocaciones privadas.

El mercado americano sigue siendo un referente, donde la diversificación de las fuentes de financiación lleva muchos años funcionando y más del 70% de la deuda de las compañías americanas proviene de fuentes de financiación alternativa.

El retraso de las compañías españolas en la utilización de las fuentes de financiación alternativa podemos englobarlo en dos factores fundamentalmente:

1. La fuerte bancarización del país, donde el número de entidades bancarias antes de la crisis era desproporcionado, con más de cien entidades financiando el tejido empresarial español.
2. Falta de instrumentos de financiación alternativa reales para las MidCaps.

Las compañías españolas disponían de financiación bancaria muy competitiva, donde la diversificación consistía en tener un pool de bancos suficientemente grande para financiar los distintos tipos de deuda (circulante, medio y largo plazo) y de proyectos de las empresas. Las grandes empresas comenzaron a diversificar sus fuentes de financiación antes de la crisis, siguiendo el ejemplo de las grandes corporaciones internacionales.

Seguían teniendo la financiación bancaria con

precios muy competitivos, pero decidieron utilizar los mercados de capitales para diversificar sus fuentes de financiación, accediendo a otros “bolsillos” de liquidez, reduciendo el riesgo con los bancos. Las PYMES no disponían de instrumentos de financiación alternativa reales hasta hace relativamente poco, no pudiendo diversificar sus fuentes de financiación.

¿Cómo ha evolucionado el mercado de financiación alternativa para MidCaps en los últimos años?

Durante varias décadas, las empresas españolas, podían acceder al mercado de Bonos, High Yield y USPP (US Private Placements), única alternativa para diversificar sus fuentes de financiación. Esta financiación estaba limitada a grandes corporaciones, con un tamaño mínimo de emisión de €250 millones, con unos costes tremendamente elevados y un riesgo abierto de mercado, en caso de no conseguir la demanda esperada.

Este tipo de financiación, por tanto, no era accesible para las MidCaps.

En 2012 comenzó a desarrollarse el mercado de colocaciones privadas Europeo (EURO PP), más accesible para compañías del norte de Europa, principalmente francesas y con un tamaño de ventas relevante.

En 2013 comienza a funcionar el mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), dando acceso a compañías españolas al mercado de Bonos, sin la limitación de los €250 millones de emisión mínima y con unos costes de emisión muy reducidos.

Desde 2013, 47 empresas han accedido a este mercado, con €1.310 millones emitidos. Se han emitido 19 operaciones corporativas (el

resto son bonos de proyecto), participando Alantra como colocador único de 8 bonos, con un importe total emitido de €304 millones. Emisores como Pikolin (Grupo español líder en colchones), Sugat (Grupo Portugués, segundo productor mundial de pasta de tomate), Grupo Batle (Grupo Hotelero Español) o Grupo Jorge (Grupo Cárnico, líder en España, con presencia en más de 70 mercados), son algunos de los ejemplos de las operaciones en las que Alantra ha actuado como asesor y colocador único. Todas estas compañías que han accedido al mercado de bonos siguen manteniendo una parte muy importante de su financiación con bancos, pero decidieron en su momento diversificar sus fuentes de financiación, para acometer proyectos de crecimiento o simplemente para evitar riesgos de escasez de liquidez por parte de los bancos en el futuro. Mediante los bonos, estos clientes han accedido a una nueva “ventana” de liquidez al contar con inversores con una estrategia de “buy & hold” y con una vocación de acompañar a las compañías en su plan de crecimiento futuro.

¿Qué otras alternativas de financiación tienen las MidCaps españolas además del MARF?

El mercado de Colocaciones Privadas y Fondos de deuda (direct lending) ha experimentado un crecimiento exponencial en los últimos años en Europa, con 1.188 operaciones completas en los últimos 5 años.

Durante 2017 se han levantado \$14.4 billones en fondos de deuda. Estos fondos de deuda no podían invertir o bien no tenían a España en el radar inversor hace 3-4 años.

Esta dinámica ha cambiado durante los últimos 2 años y ahora la gran mayoría de los fondos

DEUDA PRIVADA / PRIVATE PLACEMENT

JAVIER GARCÍA PALENCIA

HEAD OF DEBT CAPITAL MARKETS & DEBT ADVISORY

Europeos han establecido un objetivo de inversión en el sur de Europa, donde España entra dentro de sus preferencias para invertir.

Desde Alantra, hemos asesorado en 6 operaciones con fondos de deuda, con un importe total financiado de €350m. Operaciones de compra, distribución de dividendos, financiación de proyectos y operaciones en general más estructuradas, donde los bancos tienen dificultades en llegar, son las operaciones donde los fondos de deuda ofrecen financiación alternativa a la bancaria, más flexible y con un tiempo de ejecución muy reducido.

Las compañías españolas tienen por tanto un mercado alternativo al bancario para financiar proyectos, donde quizá los bancos no puedan o tarden en llegar. Estos fondos de deuda carecen de las restricciones de capital que tienen los bancos (Basilea III), ofreciendo alternativas a empresas para crecer y desarrollar proyectos, que de otra forma no podrían completarse.

¿Cómo ves el mercado de financiación alternativa en los próximos años?

La financiación alternativa es una realidad. Las empresas españolas tienen ahora la posibilidad real de financiarse en distintos mercados de deuda, ya sea a través de bonos, colocaciones

privadas, direct lending o con financiación tradicional bancaria.

En la actualidad, desde Alantra, estamos trabajando con más de 40 empresas en España para diversificar sus fuentes de financiación. Programas de bonos, colocaciones privadas, direct lending e incluso combinación de estas alternativas con bancos, son las operaciones que verán la luz en los próximos años.

Las empresas españolas, cada vez disponen de mayor información sobre los mercados de deuda alternativa.

Desde Alantra tenemos la experiencia de que el mejor prescriptor de estas operaciones alternativas son las compañías a las que ya hemos ayudado a diversificar sus fuentes de financiación.

La financiación alternativa tiene por tanto un futuro muy prometedor, con un mercado de bonos que empieza a tomar un tamaño muy relevante, un mercado de fondos de direct lending en crecimiento y con compañías que cada vez disponen de mayor información y track record de otras operaciones para estructurar su balance de manera correcta a través de una diversificación adecuada de fuentes de financiación.

Como mencionaba hace unos días el director general de una compañía relevante del

sector del automóvil en España; “Si tengo diversificación de clientes y proveedores, he realizado un esfuerzo importante por internacionalizar mi compañía en los últimos años, ¿porque tengo solamente a un proveedor de financiación en mi balance?” Ya estamos trabajando con esta empresa para diversificar sus fuentes de financiación durante 2018 a través de la emisión de un bono. ■



EL MERCADO DE RENTA FIJA Y MARF, ROL DE EMISOR

DARÍO LÓPEZ CLEMENTE
DIRECTOR GENERAL DE SOLARIA

¿Cuáles han sido tradicionalmente las fuentes de financiación de las que Solaria ha venido haciendo uso?

Históricamente habíamos trabajado con financiación bancaria tipo Project Finance para nuestras plantas fotovoltaicas. Sin embargo, en los últimos años, habíamos visto una reducción importante del mercado de financiación bancaria que junto con las buenas condiciones de los mercados de deuda nos hizo plantearnos nuevas opciones, como acudir a las emisiones de renta fija.

¿Desde cuándo se han introducido las emisiones de renta Fija como alternativas de financiación?

Empezamos a analizar las oportunidades de financiación en el mercado de renta fija en el año 2015.

En ese momento, era un planteamiento muy innovador pues en España no se habían realizado emisiones de este tipo en el sector de renovables lo cual nos obligó a realizar un gran esfuerzo de explicación y generación de confianza entre los inversores que ha dado sus frutos con las emisiones recurrentes que hemos realizado en estos últimos años.

¿Cuántas emisiones se han realizado y por qué importes?

En total hemos realizado cuatro emisiones, tres de ellas en MARF y otra en Frankfurt. La primera emisión, Globasol, fueron 45,3 millones de euros, la segunda PSP6 fueron 45,1 millones de euros. La tercera, Magacela colocada en el Freiverkehr de Frankfurt, fueron 47,1 millones de euros, y la última, Casiopea 9,2 millones de euros. En total han sido 146,7 millones de euros entre las cuatro emisiones.

¿Cuáles han sido los principales retos que una empresa como Solaria debe afrontar para acudir a este Mercado?

El principal reto fue ser capaces de transmitir confianza en el sector a las agencias de rating y especialmente a los inversores. El sector renovable venía de una etapa convulsa tras sufrir diferentes cambios normativos, con lo que el primer paso era ser capaces de explicar la nueva regulación a las agencias de rating y a los inversores, y sobre todo transmitir confianza sobre la misma y sobre Solaria como promotor y operador. Posteriormente, y una vez logrado este primer objetivo el siguiente reto fue encontrar inversores de referencia dispuestos a entrar en operaciones que en general estaban por debajo de los volúmenes de inversión que venían manejando. Una vez logrados estos dos objetivos ha sido mucho más sencillo atraer a inversores que actualmente ya participan en las emisiones de forma recurrente.

¿Cuáles han sido los principales inversores/tomadores finales en dichas emisiones?

En nuestro caso hemos contado con inversores de referencia como Rivage Investment o Blackrock, que han actuado como inversores ancla o incluso como inversores en solitario en algunas de las transacciones. También queremos destacar la confianza demostrada por estos inversores que han participado recurrentemente en las transacciones.

¿Cómo visualiza el futuro de la financiación de proyectos y cuáles son los aspectos clave a mejorar en esta vía de financiación?

Las emisiones de renta fija van a representar una parte muy significativa de las estructuras de

financiación de los nuevos proyectos de energía renovable pues existe un gran encaje entre las particularidades de este tipo de financiación y las características de los proyectos renovables. En cuanto a los aspectos clave que tendrán que evolucionar será la adaptación de los volúmenes de emisión a los tamaños de los proyectos, así como a la financiación de los proyectos en construcción. ■





EL MERCADO DE RENTA FIJA Y MARF, ROL DE INVERSOR INSTITUCIONAL

ENRIQUE LLUVA

RESPONSABLE RENTA FIJA EN IMANTIA CAPITAL

¿Qué factores marcarán el rumbo de la renta fija durante el segundo semestre del año?

Sin duda los efectos que pueda tener la política de retirada de estímulos de los bancos centrales. Será relevante por lo desconocido e incierto del proceso. Nunca en el pasado se habían implementado medidas del tamaño de las vividas en los últimos 8 años, con la creación de dinero por valor aproximado de 8 trillones de dólares. Esta situación ha afectado a la valoración de toda la renta fija y muy especialmente aquellos activos en los que se ha centrado la intervención de los bancos centrales.

¿Cuándo cree que se notarán los efectos de estos movimientos?

Los bancos centrales están siendo tremendamente cautos en el proceso, con un nivel de preanuncio de sus siguientes pasos exquisito, pero sin duda el último trimestre de 2018 será crítico. Para entonces el BCE ya no comprará activos nuevos, probablemente el Banco de Japón bajará sus compras a 30.000 millones de dólares y EE.UU. ya estará drenando 50.000 millones mensuales. La consecuencia será una retirada neta de liquidez, centrada, sobre todo, en deuda pública.

¿Qué escenario de tipos manejan para 2018?

El comportamiento en cuanto a tipos será muy dispar por regiones. En Estados Unidos, nos inclinamos por 3 subidas por valor de 0,75% a nivel agregado. Podríamos ver alguna subida adicional en aquellos países desarrollados que, debido a su fuerte dependencia de materias primas o mercados inmobiliarios con ciclo muy avanzado, aconsejen normalizar tipos más rápido –tal es el caso de Canadá o Australia–.

En Europa y Japón será un año en blanco –no veremos movimientos reales hasta bien entrado 2019–. En países emergentes, en la medida en que el control de la inflación acompañe y el dólar siga mostrando la debilidad de los últimos meses, es posible que sus bancos centrales aprovechen para seguir reduciendo tipos.

¿Qué alternativas tiene en estos momentos un gestor de renta fija para construir sus carteras?

Las mejores alternativas estarán en aquellos activos que se encuentren más alejados de la intervención monetarista de los bancos centrales, evitando aquellos que más puedan verse afectados por el paulatino proceso de subida de tipos. Ante esto, en Imantia Capital preferimos duraciones cortas, deuda corporativa frente a la deuda pública y deuda financiera frente a la corporativa. Seremos muy selectivos en emergentes. Por niveles de riesgo estaremos más centrados en activos con grado de inversión que en high yield, pero sin renunciar a compañías de confianza en este segmento, dentro de un ciclo económico favorable como el que prevemos para los próximos años.

¿Cuáles son las principales posiciones en sus carteras?

Sin duda, la deuda financiera. Está presente en nuestras carteras en prácticamente todas sus versiones: deuda senior, senior non preferred, TL2. Más del 30% de nuestras carteras están compuestas por esta tipología que no han comprado los bancos centrales y cuyo negocio base se ve favorecido ante una subida de tipos de interés. En este sentido, tenemos también titulizaciones hipotecarias, sobre todo españolas, que tienen la doble ventaja de ser activos a tipo

flotante y que se ven favorecidos por la tendencia a la baja de la mora hipotecaria en el país.

¿Cómo focaliza su política de inversión en activos cotizados en MARE?

En Imantia Capital hemos creído desde el primer momento en los programas de pagarés corporativos auspiciados desde MARE, en los que tenemos invertida hasta un 15% de la inversión de nuestros fondos de renta fija corto plazo, con 13 nombres diferentes.

¿Qué ventajas presenta este tipo de inversión?

Es muy difícil encontrar un activo que rinda 70 puntos básicos por encima del dinero libre de riesgo para un plazo medio de 3 meses. Esta inversión genera rentabilidad, protección ante una subida de tipos y poca volatilidad.

¿Cree asentado este producto dentro del mundo de las IICs españolas?

Así es, al tratarse de un win-win inversor-emisor. Los emisores se financian por debajo de sus tipos de financiación bancaria y diversifican sus fuentes de recursos. Los inversores conseguimos mejores tipos con menor volatilidad que en activos alternativos. Con estos parámetros el resultado sólo puede ser el éxito. Cada vez se suman más compañías y, lo que es más importante, con volúmenes más importantes. Su implantación en fondos de inversión es cuestión de tiempo. Este producto no suele tener rating y todavía no está generalizada la inversión en él. ■

A portrait of Adolfo Estévez, a middle-aged man with dark hair, wearing a dark blue suit, a light blue striped shirt, and a blue tie with white polka dots. He is looking directly at the camera with a neutral expression. The background is a blurred office interior.

EL MERCADO DE RENTA FIJA Y MARF, ROL DEL CALIFICADOR

ADOLFO ESTÉVEZ

MANAGING DIRECTOR AXESOR RATING

¿Cree que las empresas se están tomando en serio la necesidad de diversificar sus fuentes de financiación?

Cada vez más, en Europa hay más concienciación sobre las alternativas de financiación que existen a las tradicionales de origen bancario y no me refiero exclusivamente a la emisión de bonos, sino a otras alternativas como pueden ser el *direct lending*, que ha irrumpido con fuerza en los últimos años, o incluso la financiación vía *equity*, que puede ser una importante vía para reforzar el patrimonio de una empresa de cara a una posterior emisión de deuda. En el caso de España, lo que percibimos al visitar potenciales clientes, es que ya quedan pocas empresas relevantes que no se hayan planteado la diversificación de sus fuentes de financiación como una cuestión estratégica. Este cambio de actitud está fundamentado en la más que evidente ventaja competitiva que supone acceder a los mercados institucionales para complementar la financiación de sus bancos de relación. Los principales facilitadores de estos mercados (asesores independientes y los propios bancos de relación) siguen realizando una gran labor divulgativa de estas nuevas herramientas, siendo su principal interés el de fomentar que las empresas sean cada vez más competitivas. Esta labor se hace cada vez más fácil, gracias a que va aumentando el número de empresas que, habiendo acudido a vías alternativas como algo novedoso hace unos años, repiten con posteriores emisiones.

Nuestra visión es que el futuro pasa por aprovechar las alternativas de financiación disponibles en el mercado, que además resultan en un *win win* entre los bancos tradicionales y los clientes, donde los primeros generan *fees* al intermediar la financiación entre sus clientes y los inversores institucionales, mientras que las empresas acceden a una tipología de inversor que

generalmente está dispuesto a aceptar plazos más largos y estructuras de amortización *bullet*.

**¿La presencia de los inversores institucionales está aquí para quedarse?
¿Cómo está cambiando su enfoque a los mercados?**

Como toda fuente de financiación, el inversor institucional también es miedoso por naturaleza, pero su capacidad de recuperación y estabilidad a lo largo de los ciclos lo convierte en un excelente compañero de viaje. Esto se debe a que, por sus particularidades, se absorbe cualquiera pérdida de forma inmediata, ya que los inversores institucionales están obligados a marcar sus activos a precio de mercado, bajo unos estándares muy rigurosos. Esta es una de las principales características que permite a esta tipología de inversor recuperarse con más fuerza de cualquier shock financiero. Dicho esto, los inversores institucionales son oportunistas y si dejan de ver oportunidades claras en un mercado en particular, se llevarán su financiación a otros lugares. En el caso de Europa, por su tamaño y la profundidad de su entorno empresarial, pensamos que, aunque puede haber variaciones puntuales, la tendencia será hacia un incremento en la participación de inversores institucionales en el mercado. Por otro lado, vemos que el inversor institucional, además de su papel como inversor tradicional en los mercados de bonos, está empezando a prestar de forma directa a las empresas, para intentar arañar algunos puntos básicos más, teniendo en cuenta los bajos rendimientos actuales de los bonos. En este sentido, los institucionales más sofisticados están constituyendo grupos especializados *in house* para analizar nuevas oportunidades de inversión de forma directa, fomentando el mercado de *direct lending*. Ejemplo de este fenómeno en España es el interés

de fondos especializados en los proyectos de las nuevas subastas de energía, así como en el plan de inversiones en carreteras. En estos proyectos, los fondos institucionales están apoyando a los constructores o *sponsors* de dichos proyectos, financiando los costes iniciales de puesta en marcha. Este es un escenario que era muy difícil de predecir en la época pre-crisis, donde el papel de los bancos en estos proyectos se veía como irremplazable. Otro ejemplo es el de la creación de estructuras dinámicas, como los CLO's (Collateralized Loan Obligations), un vehículo que permite a un *sponsor* construir una cartera bien diversificada de préstamos a empresas, que habilita su posterior titulización en los mercados. En España ya existe algún ejemplo de este tipo de vehículo que permite que empresas medianas (a partir de €20MM de facturación) accedan a financiación institucional a largo plazo. Teniendo en cuenta esta dinámica, pensamos que las empresas de cierto tamaño, deben en todo caso explorar los beneficios ofertados por los inversores institucionales.

**¿Qué utilidad da a las empresas un rating?
¿Está centrado en la financiación vía bonos?**

Es cierto que muchas de las empresas que se plantean un rating lo hacen como parte del desarrollo de una estrategia de financiación institucional que generalmente incluye la emisión de bonos u otra obligación financiera en mercados cotizados. Sin embargo, gran parte de nuestra demanda viene por parte de empresas que utilizan el rating con otros fines, todos ellos orientados a aportar mayor transparencia a su empresa, entre los que destacamos:

1. Acceder con mayor facilidad a fuentes privadas de financiación, como pueden ser los propios bancos o el mercado de *direct lending*. En este sentido, el contar con un rating de una agencia

EL MERCADO DE RENTA FIJA Y MARF, ROL DEL CALIFICADOR

ADOLFO ESTÉVEZ

MANAGING DIRECTOR AXESOR RATING

de reconocido prestigio puede ser una excelente tarjeta de presentación para que el potencial prestamista pueda evaluar si la empresa entra dentro de sus parámetros de riesgo.

2. Aportar transparencia a sus principales *stakeholders* (clientes, proveedores, accionistas), lo que repercute en un mejor funcionamiento de la empresa (por ejemplo, mejorando los plazos de financiación de proveedores).
3. Dotar al equipo directivo con una herramienta externa que valore su gestión y la solvencia de la empresa en todo momento.
4. Apoyo a políticas de internacionalización, donde los ratings pueden ser utilizados en procesos de licitación para avalar la solvencia de la empresa.

¿Cuáles son los principales aspectos que ha de considerar una empresa a la hora de solicitar un rating? ¿Qué impacto puede tener en la empresa?

La empresa que solicita un rating, adquiere el compromiso de compartir con la agencia de calificación información que afecta a su perfil de riesgos. Aunque el contacto con la agencia e intercambio de información se realiza de forma periódica, como mínimo una vez al año, se realiza una revisión en profundidad, durante

la cual la empresa tiene la oportunidad de explicar la evolución de su negocio, así como sus perspectivas estratégicas para los siguientes años. En caso de que el rating sea público, el mayor nivel de transparencia, podría influir positivamente en la facilidad de acceso a los mercados de financiación, aunque, como ocurre al cotizar en Bolsa, esto puede ser un arma de doble filo, donde las subidas de calificación repercuten en un menor coste de financiación y las bajadas podrían derivar en una pérdida de confianza por parte del mercado. Como conclusión, podemos decir que acceder a un rating sirve como evidencia de que una empresa ha madurado lo suficiente como para dar el paso hacia una mayor transparencia.

¿Cómo ha evolucionado, en promedio, el riesgo de crédito de las empresas españolas y su solvencia en los últimos años?

Creo que debemos estar muy orgullosos de la trayectoria de las empresas españolas post crisis, ya que han sabido reinventarse para poder competir en un mundo muchísimo más exigente. De hecho, nos atrevemos a afirmar que la gran mayoría de las empresas que cubrimos están hoy mucho mejor posicionadas de lo que hubiesen estado de no haber pasado por los años de crisis. En este sentido, las dos estrategias más evidentes que hemos visto para sortear la crisis han sido la internacionalización y el cambio de modelo

hacia negocios con una mayor recurrencia y una menor dependencia del sector público. Además, hemos observado que estas empresas no solo han aumentado sus ingresos, sino que también han aprovechado el extraordinario escenario de liquidez para refinanciar sus deudas a plazos más largos y con importantes reducciones de costes. Analizando brevemente dos sectores de gran importancia para la economía española, como pueden ser el constructor y hotelero, vemos que el cambio de estrategia hacia un negocio más sostenible ha sido evidente. Por un lado, el sector constructor se ha volcado al exterior, especialmente a América Latina, donde han encontrado posibilidades de crecimiento en negocios más sostenibles, como pueden ser las concesiones o proyectos energéticos. También, hemos detectado en este sector una mayor gestión de riesgos, al estar dispuestos a monetizar líneas más maduras en tiempos buenos como el actual, por ejemplo, vía la creación de Socimis o vehículos de inversión con la co-participación de fondos externos.

En el sector hotelero, que vive un periodo de auténtico auge, la estrategia se ha centrado en migrar hacia estructuras más *asset light* mediante la venta de activos y centrarse donde mayor valor aportan, que es en la gestión de los hoteles. Asimismo, pese al indudable boom del sector en la península ibérica, las cadenas de cierto tamaño han continuado su estrategia de inversión

en el exterior, fortaleciendo de esta forma su capacidad de afrontar futuras crisis. Esto ha dejado a los grandes grupos con una estructura mucho más saneada, donde las necesidades de apalancamiento son mucho más reducidas, lo que de forma general ha resultado en subidas generalizadas de los ratings en el sector.

¿Cómo percibís que va a evolucionar la financiación institucional durante los próximos años?

Aunque ya nos vayamos acostumbrando a tipos bajos y puede haber cierta complacencia de que seguirán con nosotros todavía durante algún tiempo, recomendamos aprovechar el “regalo” que nos ha dado el BCE. Desde un punto de vista estratégico, vemos con incredulidad que todavía haya empresas que no hayan aprovechado la actual situación para llevar parte de su deuda a plazos más largos y a tipos fijos. La buena noticia es que, por el momento, los mercados no parecen estar anticipando subidas demasiado bruscas, por lo que aún tenemos al menos un año para hacer los deberes. Cuando los tipos empiecen a subir (el consenso del mercado parece apuntar al Q3 del 2019, coincidiendo con el fin del mandato de Draghi), las empresas que hayan atado plazos largos a tipos competitivos, tendrán sin duda una ventaja competitiva vis a vis sus competidores. ■



EL MERCADO DE RENTA FIJA Y MARF, ROL DEL COLOCADOR

ÁLVARO CANOSA

DIRECTOR DE RENTA FIJA. MERCADO DE CAPITALES,
BANKIA.

A lo largo de 2017 hemos visto un crecimiento en programa de pagarés del MARF. ¿Qué motivos o factores hay detrás?

El mercado de pagarés en la plataforma MARF ha crecido mucho en el 2017, hasta 23 programas a fecha de hoy, con un nominal agregado máximo a emitir de 4.059MM de euros, según cifras del propio mercado. Hay varios factores detrás de este éxito: (i) de oportunidad de curva de tipos (al menos, por el momento), (ii) de diversificación de base inversora, y (iii) de madurez de la plataforma MARF.

En primer lugar y con respecto a la oportunidad de pendiente de curva de crédito, comentar que TIRes por debajo de la curva a corto plazo suponen una alternativa de financiación de la mayor parte de las compañías. El mercado bancario tiene una curva de “spreads” de crédito casi plana, es decir con poca pendiente entre las líneas a corto a 3 meses y el 2 años, podemos decir entre los 125 y 200 pb. Sin embargo, el mercado de renta fija tiene una pendiente mucho más acusada, abaratando la financiación a corto, y encareciendo el coste a partir del 3 años, en términos comparables con el préstamo bancario. Los motivos quizá sean varios, como la percepción del riesgo de crédito de los inversores de renta fija, que descuentan una curva de crédito con más pendiente ascendente, con tipos más bajos en el corto plazo, y que tienen a su vez como productos alternativos de inversión a 3 meses con “grado de inversión” o BBB- mínimo y con TIRes cercanas a cero en depósitos bancarios, y fuertemente negativas en ECP (European Commercial Paper Program) de programas tradicionales de compañías BBB/A- (-0.50% a -0.20%), o Deuda Pública Española (Letras) con TIRes negativas cerca del -0.50%.

El segundo factor es la conveniencia de diversificación de fuentes de financiación. Aún queda grabada en la memoria de las compañías la contracción del crédito del año 2012, y cómo el mercado de capitales fue y sigue siendo una

vía alternativa para levantar liquidez de forma complementaria.

El tercer factor del crecimiento del mercado de pagarés es la madurez que ya muestra una plataforma del mercado mayorista, como el MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija), de las llamadas MTF (Multilateral Trading Facilities) bajo regulación de la Unión Europea, con menores barreras de entrada, de información, coste, gobernanza interna, tiempo de ejecución, que los tradicionales “Mercados Regulados”, antes también llamados “mercados oficiales”. Quizá el catalizador de este auge de pagarés en el MARF fue la entrada con éxito de *El Corte Inglés* con su programa de hasta 500MM de euros, mayor que cualquier otro actualmente, por su capacidad de atracción de inversores y nuevos emisores, obteniendo gran éxito de colocación y de reducción del coste financiero para su grupo.

¿Va a tener continuidad esta tendencia de aumento?

Creo que sí, aunque dependerá de la ampliación de la base inversora, doméstica e internacional, y de la presión de la curva a corto de Letras y ECPs de compañías con BBB.

En definitiva, el pagaré en un MTF, como es en este caso en el MARF, con precio “mini High Yield” es una buena alternativa al depósito bancario, las letras, y los ECPs de “Investment grade”, ya que además presenta una operativa fácil en liquidación y fiscalidad, y que tiene su propio nicho en muchos portafolios de inversores institucionales.

¿Qué cree que valoran más los inversores de un programa de pagarés MARF?

Además de que el ratio riesgo/precio sea adecuado, que se les ayude en la gestión de su reinversión. Es decir, que obtengan estabilidad en saldos vivos, estacionalidad predecible (si la hay), sobresuscripción razonable, y operativa fácil, con adjudicación en minutos y documentación fluida y rápida. También es muy importante la transparencia: el

trabajo de explicar el “crédito” de la compañía, materiales de marketing y el “rating”. Creo que las compañías que pueden dar el paso deberían obtener el “rating” completo de largo plazo y no quedarse en el mínimo requerido de “informe de solvencia”.

¿Está funcionando el formato actual?

¿veremos cambios?

Sí, creo que está funcionando, pero también creo que es probable que evolucione con la dinámica y madurez del mercado. Actualmente hay varios formatos. El más común, y que ha funcionado realmente bien, es el formato “multidealer”, con al menos dos “colocadores” y ofertas de suscripción a los inversores en volumen y precios fijados por los emisores.

Este esquema ha funcionado bien cuando la prioridad ha sido la apertura de líneas de inversores y la reducción de los riesgos de ejecución entre el 2015 y 2017, que sigue el formato de oferta de importe fijo, fechas ciertas y TIR conocida. Usando este esquema de oferta de papel y ejecución se ha llegado a veces a sobresuscripciones fuertes, bajas adjudicaciones y, por tanto, incertidumbre en la reinversión de los vencimientos. Esto está empezando a llevarnos a reconsiderar el formato y ver fórmulas de colocación tradicionales, como el pagaré “a medida” en colocación privada y para los grandes programas o la subasta competitiva periódica, que en su día fue bastante habitual y en la que los inversores presentan pujas y el emisor adjudica según reglas predefinidas (“todos al marginal”, “a cada uno su precio”, etc.).

En cualquier caso, creo que los cambios –si llegan– le darán más continuidad y fuerza como plataforma útil para un mercado de inversores y emisores. En la fase actual, ya casi de plena madurez, el pagaré tendrá capacidad de adaptación a cambios entre las alternativas en la curva de corto y a mantener los actuales niveles de volumen. Por tanto, veo un buen camino y futuro para los próximos años. ■



EL MERCADO DE RENTA FIJA Y MARF, ROL DEL INVERSOR

JUAN LUIS FRESNEDA

GRUPO PSN. RESPONSABLE DE FRONT OFFICE Y FONDOS DE PENSIONES

¿Cuáles son los factores que hace el mercado del Marf cada vez esté más presente en la cartera de los inversores?

Por el lado del emisor, encontramos cada vez un mayor número de empresas que buscan diversificar sus fuentes de financiación.

Históricamente recurrían exclusivamente a la financiación bancaria hasta que a medida que se fue desarrollando la crisis financiera, muchas de las entidades se encontraron la puerta cerrada de las entidades financieras tradicionales y tuvieron que plantearse acudir a los mercados de capitales para obtener financiación.

Mientras que, por el lado del inversor la situación de los tipos de interés y la sobre valoración de la deuda más conservadora, ha llevado a los inversores institucionales a un análisis más completo que abarcaba todo tipo de activos de renta fija.

Mencionabas que las entidades buscan diversificar las fuentes de financiación, ¿Que motivaciones adicionales creéis que buscan las empresas más pequeñas al emitir en los mercados financieros?

En la mayoría de los casos, los inversores que acuden a estas emisiones tienen un horizonte de medio a largo plazo, lo que implica que están menos influenciados por el ciclo del crédito en la toma de sus posiciones. Con estas “salidas a mercado”, las empresas buscan no depender exclusivamente de una financiación más cíclica que les impida en un momento determinado financiar su negocio recurrente con normalidad, además de poder acceder a nuestras estructuras como plazos “bullet”, “covenants” de incurrencia que ayuden a las compañías a flexibilizar su estructura de capital.

A su vez, en un entorno de tipos mínimos y proyectos a financiar a medio largo plazo, las

emisiones a tipo fijo permiten generar certidumbre a la compañía del coste de su deuda a través de financiaciones a tipos fijos.

¿Qué aspectos se debe tener en cuenta a la hora de invertir en valores del Marf?

La principal diferencia con la gestión de renta fija más conservadora es que ya no vale solamente con tener en cuenta el rating, ahora es necesario hacer un análisis financiero detallado de cada una de las compañías. Por esta razón se pueden encontrar buenas oportunidades para aquellos inversores que enfoquen su estilo de gestión en el análisis fundamental.

Otro aspecto a tener en cuenta por el lado negativo es la liquidez: al ser emisiones pequeñas suelen ser bastante ilíquidas, por tanto no serían apropiadas para carteras con un horizonte inferior a 3 o 5 años.

¿Cuáles son los criterios que tenéis en cuenta a la hora de escoger una emisión?

Lo primero de todo es que veamos seguridad en la devolución del principal. Aquí el análisis está más centrado en ver si la empresa va a generar caja suficiente para pagar la deuda. Para ello intentamos entender el negocio y establecer proyecciones bajo hipótesis conservadoras que nos permitan cuantificar si el negocio va generar los recursos necesarios para repagar el principal. De la misma forma y dependiendo del sector, le damos importancia a los activos de la compañía, garantías de las emisiones y al conjunto de “covenants” de la emisión.

¿Qué ventajas encontráis a la hora de invertir en empresas que emiten el Marf?

En el entorno actual nos encontrábamos que en los primarios de mercado tanto de bonos “Investment grade” como “High Yield”, los

“guidance” eran revisados constantemente a la baja debido a la sobre suscripción de los libros de las emisiones. Esta situación hacía que en la mayoría de las emisiones la relación riesgo – rentabilidad fuese muy pobre. En este contexto, la ventaja más importante es que el tamaño de las emisiones deja fuera a buena parte de fondos de inversión y de pensiones con patrimonios enormes, lo que en el entorno de exceso de liquidez actual permite encontrar oportunidades atractivas dentro de este nicho del mercado de renta fija.

Adicionalmente hemos constatado que nos acompañan como bonistas en algunas emisiones Marf, algunas aseguradoras o gestoras, que comparten la misma filosofía de inversión y destacan por su profesionalidad en la gestión de las inversiones.

Al ser en su mayoría empresas no cotizadas entendemos que el acceso a la información es más escaso, ¿Os habéis encontrado con limitaciones al respecto?

Es cierto que, en la mayoría de los casos al no ser empresas seguidas por el mercado, no existen informes de “research” para contrastar, salvo excepciones de casas muy especializadas en “mid market”. Sin embargo, y debido al menor tamaño de las compañías hemos encontrado en todos los casos, un “management” muy accesible tanto para reuniones como para mantener un contacto permanente. De esta forma hemos podido resolver dudas y verificar proyecciones del negocio con bastante cercanía. Adicionalmente, en ciertas emisiones se exigen que las empresas tengan que reportar información periódica o al menos dar a conocer al mercado sus principales acontecimientos, que sería lo equivalente a un Hecho Relevante de una sociedad cotizada. ■



SITUACIÓN Y TENDENCIAS DE LOS CDS, EXTENSIÓN A LOS NUEVOS INSTRUMENTOS SENIOR NON PREFERRED

SOLEDAD SEIVANE NAVIA

TRADER DE CVA Y FVA. EXECUTIVE DIRECTOR.
BBVA TESORERÍA.

GONZALO BRUNA LÓPEZ-POLÍN

RESPONSABLE DE TRADING DE ESTRUCTURADOS DE
TIPOS DE INTERÉS Y CRÉDITO. SENIOR EXECUTIVE DIRECTOR.
BBVA TESORERÍA

DANIEL CREMADES RUBIO

RESPONSABLE GLOBAL DE TRADING DE CVA Y FVA.
SENIOR EXECUTIVE DIRECTOR. BBVA TESORERÍA

¿Podrían resumirnos cuál ha sido la evolución del mercado de CDS desde su origen?

Un Credit Default Swap (CDS) es un contrato financiero bilateral donde una de las partes accede a pagar una prima periódica a la otra parte, a cambio de ser compensada por la pérdida que experimenta si se produce un evento de crédito sobre el emisor corporativo o soberano que sirve de referencia al CDS.

La fuerte expansión del crédito y del apalancamiento financiero durante el período

2002 a 2007 provocó un crecimiento sin precedentes en el mercado de CDS, que llegaron a alcanzar los 140.000 millones de dólares en negociación semanal. Sin embargo, la explosión de las hipotecas subprime en EE.UU en 2007 y la crisis de la deuda soberana en la Eurozona entre 2010 y 2012, desataron una dura controversia sobre el papel jugado por los derivados de crédito en su desencadenamiento.

La consiguiente revisión del concepto de riesgo de contrapartida por parte de la comunidad bancaria, unida a la contundente intervención de los gobiernos y los organismos reguladores (por ejemplo, incrementando los costes de capital asociados a ciertos tipos de CDS o prohibiendo expresamente posiciones cortas mediante CDS en soberanos de la UE), acarrearón un retroceso de hasta un 60% en los volúmenes de contratación del mercado de CDS.

Adicionalmente, con el paso de los años y de los defaults, se han ido poniendo de manifiesto ciertas “deficiencias” que presentaban estos instrumentos en su forma original. Muchos de estos problemas se han ido corrigiendo con el tiempo a través de sucesivas modificaciones del contrato, pero siguen persistiendo casos que revelan ineficiencias o imperfecciones en la forma actual de los CDS.

Los presentan como un instrumento problemático

Hay que tener en cuenta que su naturaleza intrínsecamente legal conlleva necesidades de interpretación que hacen que el instrumento no se comporte a veces como sería deseable. A pesar de ello, el CDS sigue siendo el instrumento más efectivo para conseguir exposición sintética a crédito. Así lo demuestra el amplio abanico de participantes del mercado que hacen uso de él a diario: mesas de negociación de bonos y

préstamos, inversores, hedge funds y mesas de gestión de riesgo de contrapartida.

El CDS permite aprovechar oportunidades de trading frente a otros instrumentos financieros como deuda y equity, y juega un papel muy relevante en la formación de precios de bonos y préstamos corporativos. Independientemente de los problemas que puede presentar su forma legal, la naturaleza cambiante de los mercados de deuda obliga también a evolucionar al CDS, como sucede con el caso de los nuevos CDS sobre deuda senior non-preferred (SNP).

¿Qué es la deuda senior non-preferred?

Es un nuevo tipo de deuda que tiene un orden de prelación superior a la deuda subordinada pero inferior a la actual deuda senior, que pasa a denominarse senior preferred. Esta deuda servirá de buffer en caso de ser necesaria una recapitalización de la entidad bancaria. Lo que se pretende es que esta nueva deuda senior non-preferred no caiga en manos de inversiones finales o, si lo hace, que sean plenamente conscientes de que en caso de rescate se podrá perder parte o toda la inversión realizada. Los depósitos de ahorradores finales mantendrán el mismo nivel de prelación (serán pari passu) que la deuda senior preferred, ganando de esta manera en nivel de protección final.

¿Para qué se emite este nuevo tipo de deuda?

Los reguladores obligan desde enero de 2016 a todos los bancos europeos a tener un buffer de capital que se considera suficiente para hacer frente a un posible rescate. Se conoce por sus siglas en inglés MREL (Minimum Requirement for Own Funds & Eligible Liabilities). Además, desde enero de 2019 obligarán a los bancos catalogados por su tamaño de balance como

SITUACIÓN Y TENDENCIAS DE LOS CDS, EXTENSIÓN A LOS NUEVOS INSTRUMENTOS SENIOR NON PREFERRED

SOLEDAD SEIVANE NAVIA

TRADER DE CVA Y FVA. EXECUTIVE DIRECTOR. BBVA TESORERÍA.

GONZALO BRUNA LÓPEZ-POLÍN

RESPONSABLE DE TRADING DE ESTRUCTURADOS DE TIPOS DE INTERÉS Y CRÉDITO. SENIOR EXECUTIVE DIRECTOR. BBVA TESORERÍA

DANIEL CREMADES RUBIO

RESPONSABLE GLOBAL DE TRADING DE CVA Y FVA. SENIOR EXECUTIVE DIRECTOR. BBVA TESORERÍA

sistémicos a otro buffer de capital que pueda absorber pérdidas denominado TLAC. La deuda senior non-preferred computará dentro de los ratios MREL/TLAC por lo que los bancos se verán obligados a emitirla para cumplir con dichos ratios. Se calcula que sólo 1/3 de la deuda senior emitida por los bancos se mantendrá con el seniority de senior preferred.

¿Qué busca el regulador con el MREL/TLAC?

Lo que pretende es que los gobiernos no se vean obligados a rescatar las entidades financieras en problemas con dinero público. Este tipo de rescates conocidos como “bail-out” se produjeron al comienzo de la crisis financiera y provocaron grandes problemas:

- » El coste político y social del uso de dinero público para salvar las entidades financieras, puesto que no sólo se estaban salvando los depósitos de los ahorradores finales.

- » El aumento rápido y descontrolado del déficit de los gobiernos más afectados que provocó que el mercado ya no sólo pusiera en duda la viabilidad del sistema financiero, si no la viabilidad de los propios países e incluso la viabilidad de la propia divisa euro
- » Agravios comparativos entre las entidades financieras por las diferentes condiciones de rescate aplicadas por el gobierno correspondiente

Los reguladores entonces deciden preparar el terreno para que los rescates que se produzcan en el futuro no se realicen, en la medida de lo posible, a partir de dinero público. Lo que se pretende es que sean los acreedores, accionistas, bonistas y, en última medida, los propios depositantes de las entidades afectadas los que sufran los costes de la recapitalización. Este rescate se conoce como “bail-in” y es el que ha sido utilizado en los últimos casos como los bancos chipriotas o, más recientemente, el Banco Popular en España.

¿Esta regulación es idéntica en toda la Unión Europea?

No todos los países están aplicando la misma implementación de la norma europea. Por ejemplo, en UK, Suiza y Holanda se considera que la deuda senior emitida por el holding del banco (HoldCo) tiene carácter de deuda senior non-preferred en caso de reestructuración. A diferencia de la deuda senior emitida por las OpCo que se consideran deuda senior preferred. Por ejemplo, la deuda senior emitida por Lloyds Banking Group PLC es non-preferred pero la deuda senior emitida por Lloyds Bank PLC es preferred.

Por el contrario, países como Francia o España han creado un seniority nuevo específico para la deuda senior non-preferred, por lo que este nuevo tipo de deuda será emitida directamente por las OpCo.

¿Cuáles son los términos legales de los CDS que protegen estos nuevos instrumentos?

Los términos de estos nuevos contratos de CDS siguen en líneas generales el patrón de los contratos de CDS financieros europeos existentes hasta el momento, Senior y Subordinado LT2, aunque adaptados para que sirvan de cobertura a este nuevo tipo de deuda. En particular su valor de recuperación seguirá el precio en default de uno de estos bonos (o el valor del activo en que se convierta por ejemplo después una resolución bancaria). Otra característica es que un evento de intervención gubernamental sobre instrumentos LT2 no activaría este CDS, aunque sí lo haría una intervención sobre Senior Preferred (SP) o Non-Preferred (SNP).

¿Cómo ha crecido la liquidez de estos instrumentos?

A pesar de que ya existe bastante deuda emitida elegible TLAC/MREL, la liquidez de estos CDS

sigue siendo limitada en el Single Name. Sin embargo, algunos de estos nombres aparecen referidos a la entidad HoldCo en la serie 28 de los índices Itraxx (nombres británicos, suizos y holandeses), y a partir de la serie 29 los nombres financieros franceses aparecerán en los índices en su versión SNP. Todos estos movimientos deberían hacer tender el mercado hacia una estandarización.

¿Todos los bancos europeos tendrán tres tipos de CDS: Senior Preferred, Senior Non-Preferred y Subordinado LT2?

No. Dejando de lado que no todo banco tiene su CDS asociado, hay determinadas geografías como la alemana en la que no hay una diferenciación entre Senior Preferred (SP) y Senior Non-Preferred (SNP).

¿Cómo ven el mercado de CDS financieros en el futuro?

En nuestra opinión, teniendo en cuenta el crecimiento esperado en los próximos años de la deuda elegible como TLAC/MREL, el hecho de que este va a ser el Tier de los nombres financieros contenidos en los índices de crédito, y el hecho de que el mismo objetivo de este Tier de deuda es proteger de pérdidas a los tenedores de deuda OpCo/SP, la teoría dice que la liquidez de los CDS SNP debería crecer enormemente en el futuro en detrimento de la deuda SP. Sin embargo, como sucedió en los primeros compases de transición de CDS ISDA 03 a ISDA 14, no se puede descartar que movimientos técnicos de mercado funcionen temporalmente en dirección contraria a lo que cabría esperar. ■



FINANCIACIÓN EN EL MERCADO DE CAPITALES

JOKIN CANTERA BENGOCHEA

SOCIO DEBT CAPITAL MARKETS. PKF ATTEST

¿Cuáles son las ventajas de la financiación a través del Mercado de Capitales versus otras fuentes de financiación alternativas?

La financiación en Mercado de Capitales (en adelante “Mercado”) es, en circunstancias normales, la financiación más eficiente a la que puede tener acceso una empresa. Tal afirmación proviene del hecho de que este tipo de financiación además de competitiva en costes, suele ser en términos relativos, más estable, transparente y estándar. Por un lado, el Mercado nos conecta habitualmente al “primer financiador” o fuente de origen de los fondos, reduciendo de forma muy significativa los costes de transformación, normalmente asociados a otro tipo de planteamientos y garantizando, por tanto, la competitividad en precio.

Adicionalmente, el hecho de poder acceder a un universo de financiadores muy diverso en número y heterogéneo por perfil, permite conseguir una mayor estabilidad en volúmenes y precio, factor clave a la hora de elegir el tipo de financiación, como muchas empresas ya han podido comprobar por experiencias pasadas.

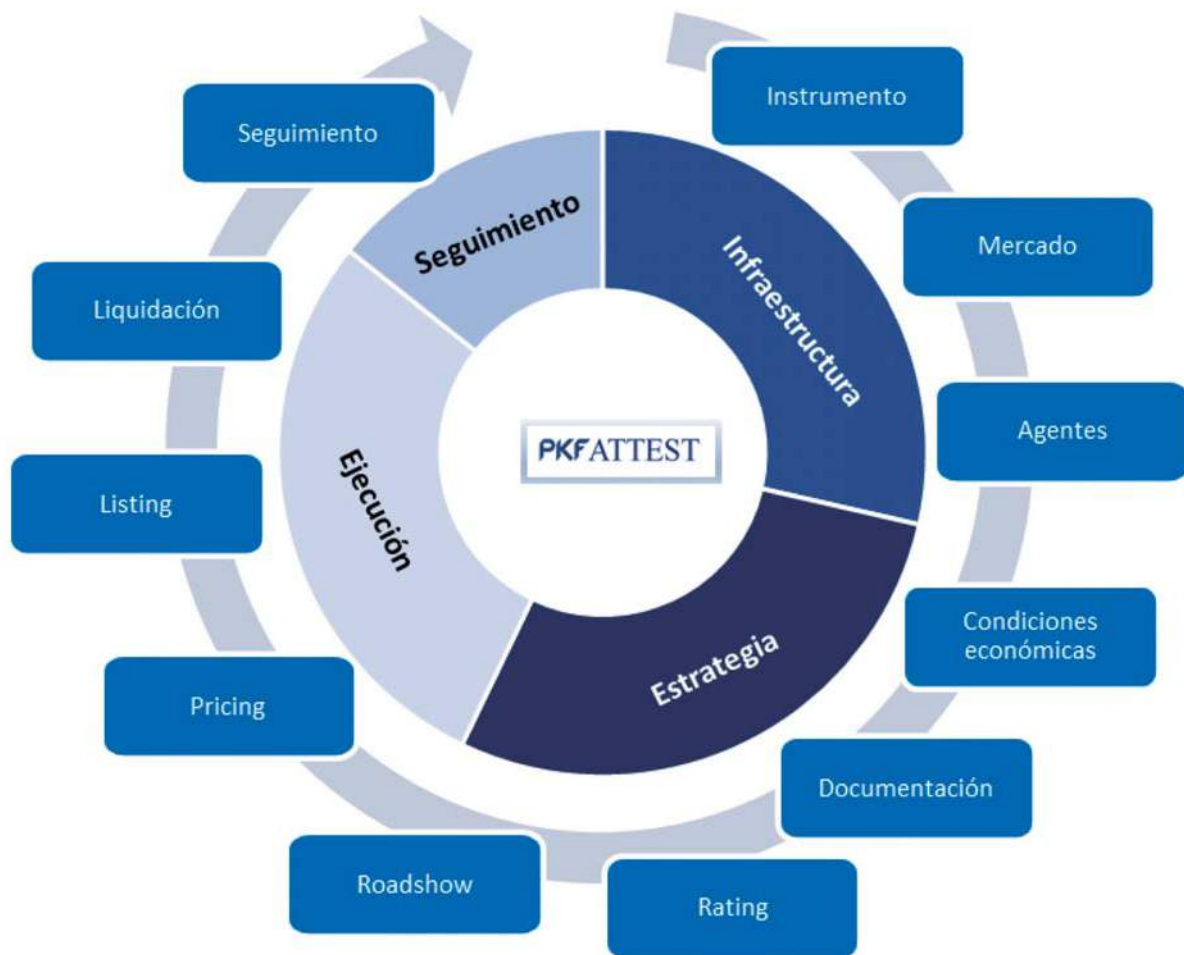
Por último, cabe destacar que el Mercado, a través de herramientas tradicionales, ofrece una estandarización en la documentación y una transparencia en la formación de los precios que reduce los riesgos legales a futuro y facilita la negociación.

¿Cuáles son los retos para una Empresa a la hora de acudir a este tipo de financiación?

Cerrar una emisión en Mercado con éxito y aprovechar, por tanto, las ventajas comentadas en el punto anterior exigen para empezar, un buen entendimiento y conocimiento del proceso de emisión, la operativa asociada a cada una de las fases del mismo y las dinámicas de los diferentes agentes involucrados (Dealers, Inversores, Agentes de pago, Bolsa de Valores, etc.).

■ Gráfico 1. Fases del proceso de emisión en Mercado de Capitales

Fuente: PKF Attest



Debemos elegir un planteamiento de financiación alineado con las circunstancias de la empresa y la situación de mercado y buscar la eficiencia a lo largo de su desarrollo-ejecución. El alineamiento vendrá marcado por el perfil de la compañía y su tamaño (facturación, endeudamiento, entre otros), ya que estas operaciones exigen unos requisitos mínimos de información al mercado, un volumen de emisión

suficiente (para garantizar la eficiencia en costes y el interés inversor) y, por último, un perfil crediticio estable y sólido, que cuadre con los parámetros habituales del mercado. Las condiciones económicas y documentales, así como la infraestructura de emisión, deben adaptarse a los estándares del mercado. No existe, por lo tanto, la flexibilidad que se puede encontrar en algunas operaciones bilaterales.

FINANCIACIÓN EN EL MERCADO DE CAPITALES

JOKIN CANTERA BENGOCHEA

SOCIO DEBT CAPITAL MARKETS. PKF ATTEST

■ Gráfico 2. Evolución del número de emisores corporates españoles

Fuente: PKF Attest



¿Qué pasos debe dar una empresa para analizar una posible salida al mercado?

Siguiendo con el análisis expuesto en el punto anterior, la fase más importante en toda operación de financiación, con independencia de que sea en Mercado o no, es la fase inicial de análisis y planteamiento de la operación.

De un enfoque adecuado en el desarrollo de esta fase dependerá en gran medida la eficiencia en costes, tiempos y operativa que obtengamos en

la misma. Por ello, lo recomendable a la hora de afrontar este tipo de operaciones es acompañarse de una entidad especialista que haga las veces de asesor o “arranger” y que nos aporte visión global de todas las partes involucradas, las fases del proceso y del resultado final esperado, además de acompañarnos a lo largo de toda la ejecución de la misma.

A la hora de elegir asesor, entre otras cualidades, es importante valorar la experiencia

en operaciones similares, la infraestructura-recursos disponibles y el perfil de la entidad de cara a garantizar un total alineamiento con los intereses de la empresa.

¿Cuál ha sido la evolución reciente y que perspectivas a futuro presenta el uso de este tipo de financiación por parte de las empresas españolas?

En los últimos tiempos hemos observado un crecimiento muy significativo en el número de empresas que han acudido a este tipo de operaciones con resultados muy positivos que han propiciado su uso recurrente y progresiva consolidación.

La experiencia reciente, las ventajas que acabamos de comentar y el amplio universo de compañías que cumplen con el perfil necesario para aprovechar este tipo de financiación, nos llevan a descontar un uso incremental de la misma tanto en número de empresas como en el volumen de operaciones.

Confiamos además en que las alternativas disponibles sigan evolucionando, de forma que se desarrollen soluciones que den respuesta a las necesidades y circunstancias de otros emisores que, por tamaño y perfil, no se pueden adaptar a los modelos vigentes. ■





PERSPECTIVAS DEL SECTOR FINTECH

FEDERICO RUIZ

DIRECTOR EJECUTIVO DE ARTHIKA TRADING SOLUTIONS

Parece inevitable empezar con Bitcoin y blockchain, ¿en qué estado se encuentran estas tecnologías?

Bitcoin, blockchain y en menor medida el fenómeno de los ICO's han monopolizado buena parte de la atención del sector Fintech. Estamos presenciando en tiempo real burbujas que son el resultado de tecnologías que a veces son bastante complicadas de comprender en profundidad, rodeadas incluso de ciertas dosis de misterio. Bitcoin es un experimento fascinante que está permitiendo validar la idea del control distribuido, sin autoridad central, de un ledger. También nos está indicando qué aspectos deben mejorar o son esenciales para que el despliegue de blockchain tenga éxito: velocidad de respuesta, contratos inteligentes, ciber-seguridad para la custodia de las llaves, interfaces seguras para la tokenización, aspectos humanos, entre otros. En cuanto a blockchain, el impacto económico está por llegar, pero será importante. Debemos ver blockchain en perspectiva, como la fase "distribuida" de una evolución de la criptografía que se inició al final de la segunda guerra mundial y de la que todavía no se vislumbra el final. Algunas de las grandes fortunas del sector de la tecnología se han hecho en una fase previa de esta evolución, la de la criptografía de clave pública. Lo que en un principio era una solución en busca de un problema se convirtió en la tecnología clave para hacer posible el eCommerce. Los inversores de aquella primera etapa como Elon Musk están jugando un papel esencial de pioneros en muchos otros campos como la Inteligencia Artificial.

¿Qué otros avances podemos esperar?

Estamos presenciando avances en los campos de la Inteligencia artificial que sin duda tendrán un fuerte impacto en Fintech. Hay ya aplicaciones de Machine Learning en trading cuantitativo. En el campo de la tecnología regulatoria, RegTech, las tecnologías de procesamiento de lenguaje permiten analizar y relacionar todas las distintas fuentes de información escrita, tanto formal como informal, documentos

regulatorios, artículos, noticias, email o WhatsApp. El procesamiento y la síntesis del lenguaje es importante porque permite compartir información con el usuario, generar un informe o explicar el porqué de la decisión tomada por un algoritmo. Buena parte del valor de todas estas aplicaciones se consigue cuando son capaces de interactuar de manera autónoma, de programa a programa. Esto es gracias a la adopción o la imposición de interfaces de programación (API) y al uso de bases de datos de nuevo diseño capaces de relacionar información en tiempo real. Los avances llegarán también gracias a la fertilización cruzada entre industrias. Un buen ejemplo es el de la vinculación del Internet de las cosas (IoT) con Trade finance.

¿Qué impacto tendrá el Brexit en el sector Fintech europeo?

Es pronto para saberlo, debemos esperar a que se resuelva el periodo de transición y sepamos los términos. Parece inevitable un impacto inmediato negativo porque la partida del Reino Unido reduce el músculo inversor europeo en Fintech a la mitad. Tampoco debemos olvidar que las compañías del Reino Unido han supuesto una parte importante del “smart money” inversor. En el caso de nuestro país, las compañías con presencia en el Reino Unido han supuesto una parte importante de las rondas de inversión intermedias y de las salidas. Esto ha tenido un efecto de arrastre en el resto del sector.

¿Es el Brexit también una buena oportunidad?

Puede ser una oportunidad para que las empresas del resto del continente aprovechen los posibles espacios vacíos. Nuestras startups por ejemplo pueden salir beneficiadas si adoptan una mentalidad más agresiva y menos periférica. Mucho dependerá también de los reguladores comunitarios, FCA en el Reino Unido ha jugado un papel importante y hay que ver quién toma el relevo. La tecnología puede ser clave en asegurar la trazabilidad de las transacciones, el respeto de los acuerdos y evitar que se creen entidades bancarias que sean meros cascarones vacíos.


¿Cuál es el mayor desafío al que se enfrenta el sector Fintech?

Conseguir un caldo de cultivo que contenga la mezcla necesaria de talento en tecnología y en finanzas en un sector relativamente reciente y en plena evolución. Una manera de lograrlo es con equipos multi-disciplinares, pero también sería extremadamente deseable contar con profesionales con conocimientos tanto de finanzas como de tecnología, todo un desafío de formación al que nos tenemos que enfrentar.

Hasta ahora la tecnología ha estado presente en las grandes entidades financieras esencialmente a través del departamento de IT, una especie de brazo ejecutor un poco a remolque, algo pasivo y que se limitaba a trasladar a la red las mismas prácticas. La tecnología puede ofrecer mucho más, un cambio de óptica, de perspectiva que permita detectar nuevas oportunidades de negocio.

¿Cómo está evolucionando la industria del capital riesgo?

Está apoyando con entusiasmo las propuestas FinTech. El ritmo de inversión se mantiene, aunque se desplaza poco a poco hacia rondas más tardías, puede que indicando una cierta madurez del sector. Lo realmente interesante es que la propia industria está siendo transformada por la tecnología. Vemos aparecer fondos de capital riesgo que se auto-definen como “data-driven” o basados en Machine Learning. Los ICO (Initial Coin Offering) podrían estar abriéndose camino en la financiación de algunas ideas de alto riesgo, con alto potencial pero aún en un estado demasiado inicial como para ser aceptadas por un VC (Venture Capital) tradicional y que mucho menos pasarían el filtro de un algoritmo de evaluación de riesgo. Se ha llegado a hablar del “unbundling del VC”, un guiño humorístico al famoso “unbundling of Banks” en el que se basa buena parte del Fintech, pero también una especie de recordatorio de que ninguna industria está a salvo de sufrir su propia disrupción o transformación. ■

A man with dark hair and a beard, wearing a dark suit, white shirt, and patterned tie, stands smiling in a large hall. Behind him are numerous flags on poles, including the European Union flag and various national flags. The hall has a high ceiling with a complex steel structure.

LA CULMINACIÓN DE LAS REFORMAS POSCRISIS DE BASILEA

MIGUEL A. OTERO

MIEMBRO DEL SECRETARIADO DEL
COMITÉ ECONÓMICO Y FINANCIERO
DE LA UNIÓN EUROPEA E INSPECTOR
DEL BANCO DE ESPAÑA
EN EXCEDENCIA

¿En qué consiste el acuerdo refrendado en Basilea el 7 de diciembre 2017?

Con este Acuerdo se logra la finalización de Basilea III, dado que había una serie de reformas que, por su mayor complejidad, se habían dejado para esta última fase. Aunque parte de la industria ha acuñado este Acuerdo con el término Basilea IV, es importante aclarar que no nos encontramos ante un Nuevo Acuerdo como fue el caso de Basilea I en 1988 o de Basilea II en 2004, sino ante la terminación del Acuerdo de Basilea III iniciado en 2010. Se logra así culminar las reformas reguladoras poscrisis que se encontraban pendientes, reforzando el marco de capital y mejorando la confianza en el sistema financiero.

¿Y cuáles son los principales aspectos que van cambiar con esta finalización de Basilea III?

Son varios los aspectos que cubre el presente acuerdo culminado en diciembre de 2017.

Por un lado, se perfeccionan los métodos de cálculo de los requerimientos de capital de los tres riesgos de Pilar 1 (riesgo de crédito, de mercado y operacional) para hacerlos más consistentes y asegurar una mayor comparabilidad entre entidades.

Asimismo, se establece el denominado “output floor” que pretende asegurar que el uso de modelos internos para el cálculo de los requerimientos de capital nunca se traduzca en una reducción significativa de los niveles de capital que los mismos bancos tendrían si estuvieran sujetos a los métodos estándar. Por otro lado, se establece un colchón de capital para las entidades globalmente sistémicas que está basado en la medida de

apalancamiento y que complementa el ya existente basado en activos ponderados por riesgo.

Uno de los principales aspectos mencionado es la reforma de los modelos internos. ¿De qué se trata exactamente?

Esta reforma contribuirá a reducir el exceso de variabilidad de los activos ponderados por riesgo (APRs) y mejorará la comparabilidad de la solvencia de las entidades así como la transparencia en el cálculo de los requerimientos de capital. Se trata, por tanto, de fortalecer la credibilidad del cálculo de los APRs, que resulta fundamental para el régimen de capital basado en riesgo.

A lo largo de los años, hemos ido alcanzando tres metas importantes respecto a la normativa de capital: las entidades cuentan con mayor cantidad de capital para la absorción de pérdidas, la calidad del mismo es sustancialmente mejor y, a partir de ahora, lograremos una mayor comparabilidad respecto al cálculo de los requerimientos entre entidades. Hay que recordar que la transición que supuso Basilea II permitiendo la utilización de modelos basados en calificaciones internas, los conocidos como modelos IRB (Internal Ratings Based) supuso un gran paso adelante en la profesionalización de la medición del riesgo de crédito por parte de las entidades, que buscaba incentivar una gestión avanzada del riesgo de crédito acercando el cálculo del capital regulatorio al capital económico. Al mismo tiempo, también supuso una gran responsabilidad para las entidades dado que el regulador y el supervisor depositaron mayor confianza en las mismas a la hora de medir el nivel de capital que necesitaban.

Estos años han supuesto un proceso de aprendizaje donde hemos visto que la variabilidad de las mediciones de los activos ponderados por riesgo no siempre se encontraba plenamente justificada. Fruto de ello, se ha procedido a: a) una revisión profunda tanto del método estándar como del método basado en calificaciones internas para mejorar la captura del riesgo de crédito, b) una simplificación del tratamiento del riesgo operacional con la introducción de un método estándar revisado y la eliminación de los cuatro métodos que hasta ahora han coexistido y c) la revisión del marco del riesgo de ajuste de valoración del crédito (o riesgo CVA, que es una forma de riesgo de mercado) con la eliminación del método basado en modelos internos y la introducción de un método estándar revisado para hacerlo más sólido y coherente dentro del marco de riesgo de mercado. Todo ello, en aras de mejorar la solidez y la sensibilidad al riesgo de los métodos actuales.

Para completar esta reforma, el marco normativo se acompaña del conocido como output floor que no es otra cosa que establecer un límite mínimo sobre los requerimientos de capital agregados exigibles a una entidad de crédito que utilice modelos internos respecto de los requerimientos que debería satisfacer si esa misma entidad utilizara el método estándar. Este suelo se va a introducir gradualmente hasta quedar fijado en el 72,5% el 1 de enero de 2027. De esta forma, se trata de limitar las posibilidades de arbitraje regulatorio que podría suponer el uso de modelos internos para una entidad, al no permitirse una reducción significativa de los requerimientos de riesgo de crédito respecto a los exigibles con el modelo estándar.

LA CULMINACIÓN DE LAS REFORMAS POSCRISIS DE BASILEA

MIGUEL A. OTERO

MIEMBRO DEL SECRETARIADO DEL COMITÉ ECONÓMICO Y FINANCIERO DE LA UNIÓN EUROPEA
E INSPECTOR DEL BANCO DE ESPAÑA EN EXCEDENCIA

¿Por qué se fija un nuevo colchón de capital para las G-SIBs?

No se trata exactamente de un nuevo colchón de capital.

Las entidades globalmente sistémicas (G-SIBs) se diferencian del resto de entidades del sistema financiero en que una posible quiebra de las mismas tendría unos mayores efectos desestabilizadores sobre el sistema financiero, dada su mayor tamaño y su interconexión así como por el papel especial que desempeñan como proveedores de funciones críticas que son necesarias para el normal funcionamiento del sistema financiero, tales como los sistemas de pagos.

Esto justifica que las entidades globalmente sistémicas estén sometidas a una regulación más exigente que el resto de entidades. En esta línea, ya con Basilea III se les exigía a las G-SIBs contar con un colchón de capital que se calcula como un porcentaje de los activos ponderados por riesgo.

Ahora, con el nuevo marco recientemente aprobado, lo que se hace es extender el cálculo del colchón de capital que se exige a las entidades globalmente sistémicas no sólo como un porcentaje de los activos ponderados por riesgo si no también como un porcentaje de los activos totales sin ponderar por riesgo (la conocida como exposición de apalancamiento).

Finalmente, ¿considera que la industria será capaz de absorber esta nueva carga regulatoria? y ¿las entidades se beneficiarán de la misma?

Indudablemente, desde la crisis financiera las entidades están sometidas a unos requerimientos regulatorios más exigentes, pero ello no debe verse como algo negativo sino como un mecanismo de carácter eminentemente preventivo que busca incentivar una gestión sana y prudente por parte de las entidades y que nos va a permitir poder afrontar potenciales crisis futuras desde una posición de mayor fortaleza.

El objetivo del regulador, de los supervisores y de la industria se encuentra, en este sentido, totalmente alineado dado que todos deseamos ser capaces de minimizar episodios de inestabilidad financiera y, para ello, la mejor vacuna es contar con una regulación más exigente.

Por otro lado, el regulador es plenamente consciente de las dificultades que está generando la implementación de las normas más complejas. Por este motivo, en el caso del marco revisado para el riesgo de mercado, la fecha de aplicación que inicialmente estaba prevista para 2019, se dilata hasta el 1 de enero de 2022. En esa misma fecha, se implementará el marco revisado para el riesgo de crédito

y para el riesgo operacional por lo que así estarán alineados en el tiempo los tres marcos revisados. Las normas revisadas entrarán en vigor el 1 de enero de 2022 y se implementarán de forma progresiva a lo largo de cinco años. De esta forma, las entidades disponen de más tiempo para adaptarse a las nuevas exigencias regulatorias.

Estas reformas van a redundar en una mayor estabilidad del sistema financiero. Ahora que la agenda de reformas reguladoras de Basilea III se ha completado, la atención debe centrarse en velar por una adecuada implementación del nuevo marco normativo y conseguir una aplicación coherente por parte de las entidades que nivele las reglas de juego (el conocido como ‘level playing field’) para que las entidades sean más sólidas y puedan competir en igualdad de condiciones. ■





BREXIT. IMPACTO EN LOS MERCADOS DE RENTA FIJA Y LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

MANUEL ALEJANDRO HIDALGO
PROFESOR EN LA UNIVERSIDAD PABLO DE OLAVIDE

¿Qué ha podido provocar el Brexit?

Hay muchas respuestas posibles y quizás todas válidas. Es complicado saberlo, pero lo que vamos conociendo sobre las encuestas y los estudios que se han realizado a raíz de los votos, muestra que se ha concentrado el sí en cierto tipo de votante que considera que los males que afectan a la economía británica vienen originados por la pertenencia a la Unión Europea. También ocurre que gran parte del sí viene no solo de sectores poblacionales perjudicados por el más reciente devenir de la economía sino además por grupos que quizás no ven tan cercanos los beneficios que supone pertenecer a un mercado único como es la UE.

¿Por qué es una mala idea el Brexit?

Desde hace mucho tiempo soy un férreo defensor de los procesos de integración económica como camino para incrementar el bienestar de los ciudadanos. La creación de un mercado único de 400 millones de personas puede tener más beneficios que costes si hacemos lo posible para minimizar los segundos. Esto se debe a que la unión de mercados crea eficiencia y competitividad, lo que se traduce en menores precios y mayor calidad para el consumidor. Además, eleva la variedad de productos, al reducir las barreras de entrada elevando a su vez la competencia. El Brexit supone un retroceso en estas ventajas, eliminando de golpe parte de los beneficios derivados de la integración.

¿Quiénes son los principales beneficiarios del mercado único?

Podríamos decir que todos los que conformamos la economía que lo integra. Sin embargo, son los consumidores los que adquieren un poder de mercado que no tienen en economías cerradas. Es cierto, desde luego, que un mercado único es una oportunidad para que las grandes empresas alcancen mayores tamaños y aprovechen sus

ventajas comparativas para acaparar mercado. Sin embargo, de nuevo, el mercado único permite una respuesta única y de nuevo más eficiente por cooperada a través de la creación y diseño de mecanismos adecuados de intervención para la defensa de la competencia, para el control de la colusión y contra la concentración de poder. Por último, la concentración y manipulación de los mercados por parte de las grandes corporaciones multinacionales puede ser inevitable incluso sin la existencia de un mercado único que lo abone. Pero unir políticas y aunar esfuerzos por parte de un grupo de países en su lucha contra el poder desmesurado de ciertas empresas puede ser más eficiente que la lucha aislada y separada.

¿Qué razones nos hacen pensar en que el Brexit es negativo?

En primer lugar, y centrándome en Gran Bretaña, no se puede compensar un mercado único con un tratado de libre comercio. Un mercado único es algo más que la existencia de libre comercio de bienes y servicios, y de capital. Un mercado único exige del libre movimiento de personas, además de la unificación de reglas y normativas. La primera de ellas es fundamental para el buen funcionamiento del mercado. La razón es que con un comercio libre los desequilibrios internos y externos de las naciones que se integran pueden exacerbarse, amplificarse. La unión podría implicar divergencia en renta per cápita. En segundo lugar, la alternativa de poder aplicar políticas fiscales que compensen esos efectos negativos tiene poco recorrido. Me refiero a reducir impuestos como los aplicados a las empresas, para así mediante un efecto llamada, compensar la posible salida de actividad productiva a otros países que estén “dentro” del mercado único. Con estas políticas hay que vigilar los detalles: resulta que los países que han conseguido llamar a empresas aplicando estas rebajas son países que están en el

Mercado único. Irlanda es un ejemplo.

En tercer lugar, romper un mercado único implica asumir numerosos costes de tal modo que algunos argumentan que serían tan elevados que finalmente el Brexit no sería posible.

¿Cuáles son estos costes?

Los efectos de romper tratados de comercio internacionales o mercados integrados son conocidos, y no solo derivados de la creación de aranceles, sino especialmente de la segregación de un mercado, en dos o más, con normativas diferentes. Un primer coste es traducir la normativa existente a los nuevos parámetros británicos existentes. Pero los efectos económicos reales de esta ruptura serían intensos a medio y largo plazo, afectando a la estructura productiva del país. Así, es más que probable la deslocalización de una parte de la actividad productiva, así como de los factores productivos, como por ejemplo el capital humano.

¿Cual es el impacto que el Brexit puede suponer en la evolución de los Mercados de Capitales se puede producir un desplazamiento del centro de gravedad a otras capitales de la UE ?

En teoría, el Brexit implica la creación de barreras al movimiento de capitales. las barreras en economía significan mayores costes. En consecuencia es posible que en cierto modo el Brexit encarezca las operaciones financieras. Sin embargo, si esto ocurriera sería muy marginal, por lo que en todo caso sería casi imposible de evaluar o medir.

En cuanto al desplazamiento, sabemos que Frankfurt se postula como la heredera de Londres. Después de ésta y Nueva York, es la ciudad con una mayor tradición financiera y no en vano es donde se encuentra el Banco Central Europeo. Es evidente que este movimiento se producirá y muy razonable es pensar que será hacia esta ciudad alemana. ■

A portrait of Carlos Ruiz Nicolás, a man with dark hair and a grey beard, wearing a dark suit, white shirt, and a patterned tie. He is looking directly at the camera with a slight smile. The background is a blurred blue and white.

ENFOQUE DEL MERCADO DE CAPITALES EN EL SECTOR DE LAS ENERGÍAS RENOVABLES

CARLOS RUIZ NICOLÁS

SOCIO DIRECTOR VITA ENERGY GROUP

El sector de las Energías Renovables está experimentando recientemente un fuerte repunte en las cotizaciones de los principales valores con Audax, Saeta, Abengoa. ¿Cuál es su opinión al respecto del sector de las Energías Renovables?

Los inversores deben diferenciar entre los activos en producción que están en los balances de estas compañías cotizadas y los nuevos desarrollos que se están iniciando bajo los escenarios de las recientes subastas y desarrollos nuevos que no han acudido a estas subastas pero se están llevando adelante por los promotores de energías renovables. Debo destacar que las grandes eléctricas españolas están aprovisionando en sus cuentas el efecto regulatorio negativo que se avecina para los próximos años como consecuencia de la reforma energética del año 2014 que este Gobierno introdujo. Este efecto regulatorio solo afecta a los activos en producción y que se desarrollaron bajo los anteriores marcos regulatorios y que tienen un peso importante en sus cuentas de resultados de las retribuciones públicas que reciben y que volverán a sufrir un nuevo recorte.

Los nuevos desarrollos tienen importantes ventajas derivadas principalmente de las fuertes caídas del coste de la tecnología como consecuencia de la curva de experiencia, principalmente en la energía solar fotovoltaica. Tenemos que entender que el paradigma ha cambiado y que frente a un sector “subvencionado” estamos girando hacia desarrollos financiados solo con ingresos de venta de energía a precios de mercado, sin ningún tipo de subvención al ser tecnologías ya maduras

Entonces, ¿qué alternativas de inversión para el sector de las Energías Renovables ve probables en los próximos años?

La financiación de estos proyectos sin prima ni ninguna retribución pública debe comenzar a

ser una realidad y requiere introducir cambios en los tradicionales modelos de riesgos de fondos y banca tradicional que han acudido a la figura de los Project Finance con modelos basados en la predictibilidad de los ingresos por un Feed in Tariff. Ahora deben introducir el factor de ingresos no predecibles en sus modelos y financiar estos proyectos a Pool o con un Contrato Bilateral, PPA en el sector, deben ser las nuevas figuras pero que los analistas de riesgos no están acostumbrados y, como todo cambio, requerirá de un período de adaptación en el que veremos financiaciones a menor plazo con menores niveles de apalancamiento y costes superiores de financiación.

Aquí es dónde está la oportunidad para formas nuevas y alternativas de financiación de este tipo de proyectos basados en productos de renta fija, como Project Bonds, Bonos Verdes y productos de deuda corporativa. Este tipo de inversiones tienen grandes ventajas y que son fuertemente apreciadas por inversores tanto nacionales como internacionales y puede dinamizar el mercado al romper las barreras que los desarrolladores se encuentran para financiar sus proyectos con estructuras financieras tradicionales en el sector. La mejor ventaja de estas inversiones es la liquidez que aportan al generar flujos de caja desde el primer minuto de su puesta en producción, la fuerte reducción del CAPEX sobre todo en energía solar y sus bajos costes marginales una vez repagados estos activos.

En esta línea, las opciones de desarrollo de proyectos de energía renovables en España son tres únicamente: proyectos que vendan su producción al mercado diario de producción con un precio variable por hora, proyectos con Contrato Bilateral Físico con una eléctrica o un consumidor cualificado o una mezcla de los dos anteriores.

¿Podría explicarnos mejor estas alternativas de venta de energía, en qué consisten, principales ventajas e inconvenientes de cada una de ellas?

Pues pongamos mejor un ejemplo. Un activo fotovoltaico puede vender su energía en el Mercado Diario de Producción (OMIE) y esta venta la puede hacer directamente el generador o a través de un agente representante. El principal inconveniente que presenta esta alternativa es la variabilidad del precio ya que se realiza una subasta horaria y las fluctuaciones de precios son muy fuertes en función de aspectos climatológicos fundamentalmente. Las principales ventajas son la liquidez ya que el mercado paga semanalmente las ventas de energía y la seguridad ya que el mercado tiene una estructura de garantías a los agentes compradores que garantiza que los generadores cobren, una especie de cámara de compensación o contrapartida.

La segunda opción de venta que un activo fotovoltaico tiene es la venta directa a un comercializador o un consumidor cualificado, sin pasar por el Mercado diario de Producción, o lo que comúnmente se conoce como Contrato Bilateral Físico o PPA (Power Purchase Agreement). Esta segunda opción tiene como ventaja que se elimina la variabilidad de precios de la opción de venta a Mercado, comentada anteriormente, ya que estos contratos son a precios fijos y tienen las desventajas de la liquidez, suelen ser contratos con pagos mensuales en lugar de semanales, y la seguridad al cambiar el sistema de garantías del Mercado por el riesgo de contraparte del comprador.

La tercera opción es un híbrido de las dos anteriores, es decir, parte de la producción del activo fotovoltaico se nombra en un contrato bilateral y parte se vende al mercado. De esta forma se asegura parte de los ingresos a un

ENFOQUE DEL MERCADO DE CAPITAL EN EL SECTOR DE LAS ENERGÍAS RENOVABLES

CARLOS RUIZ NICOLÁS

SOCIO DIRECTOR VITA ENERGY GROUP

precio fijo y parte al mercado diario y, además, se minoran los riesgos de ambas opciones. Obviamente, dependiendo del tipo de promotor del activo podrá preferir una opción u otra ya que las eléctricas generalmente realizan estos activos para satisfacer las necesidades de sus clientes y tienen, por lo tanto, un nivel de integración vertical al disponer de comercializadoras, tanto de mercado libre como regulado, algunas con redes de distribución y generación propia. Sin embargo, hay promotores o gestores que solo tienen generación y por lo tanto venden toda su energía en el Mercado Diario o Pool.

¿Y qué tasas de rentabilidad están ofreciendo este tipo de inversiones?

Bueno, eso es una buena pregunta. La rentabilidad de estos activos depende, fundamentalmente y asumiendo que es un activo de calidad y una buena producción, de la inversión o CAPEX, precio de venta de la energía y las condiciones de financiación. Ya hemos mencionado anteriormente que los niveles de CAPEX están muy reducidos ya hasta el punto de considerarse tecnologías maduras. Por lo tanto, la rentabilidad de inversiones en renovables van a depender principalmente del precio de venta de la energía a largo plazo ya que este tipo de inversiones requieren un plazo medio de 12 a 15 años para amortizar la deuda.

Por lo tanto, las opciones de venta de energía que hemos explicado anteriormente van a ser el principal factor a resolver ahora en el nuevo escenario de proyectos sin prima o subvención y es el principal aspecto que los inversores van a tener que resolver bien asumiendo el riesgo de la volatilidad del precio en el mercado diario de producción, bien cerrando un bilateral con algún off-taker.

¿Y qué previsión de comportamiento de los precios de la energía se manejan a corto, medio y largo plazo?

Pues la verdad es que es bastante complicado de prever debido a la gran cantidad de factores que pueden influir en la fijación de precios de la electricidad. A corto plazo tenemos dos factores importantes a considerar y que son los que marcan las tecnologías que va a ser necesario activar para satisfacer la demanda. Son la demanda en sí y la climatología. Es decir, tenemos épocas como las actuales de invierno con mayor demanda por empresas y consumidores por las bajas temperaturas y que hace que tengamos que conectar centrales térmicas como los ciclos combinados y con un coste marginal más elevado. En esta época del año, la producción solar fotovoltaica es la más baja por los niveles de radiación y muchas veces

la producción eólica no es suficiente para cubrir gran parte de la demanda.

A medio plazo, factores como la previsión del precio del crudo, el tipo de cambio del euro frente al dólar y los comportamientos de interconexiones suelen ser los factores más importantes a considerar en los modelos de predicción de precios además de aspectos regulatorios sobre retribuciones y primas a las actividades de transporte, distribución y generación eléctrica. Aquí tenemos la incertidumbre del año 2019 y 2020 ya que son los dos años en los que toda la producción adjudicada en las tres últimas subastas deberían entrar en producción y veremos cómo se comporta el mercado a nivel de precios. Pero además, son los años en los que la “antigua” generación tiene un cambio regulatorio en su retribución, a la baja claro, y veremos si se traslada parte de esta reducción de ingresos regulados a los ingresos por la venta de energía. Mi opinión es que en el año 2019 comenzará a reducirse el precio de la energía en el mercado diario de producción a medida que los nuevos activos vayan entrando en producción y el aporte de las renovables se incremente hasta rozar el 40% de la demanda. Esta bajada se consolidará ya en los años 2020 y 2021 hasta situar el precio medio de la energía en torno a los 40 euros por Megavatio hora o incluso por debajo.

A largo plazo, el aspecto regulatorio es fundamental ya que la política energética debe dibujar un escenario claro de tendencias en los países y que garantice la seguridad jurídica que los inversores necesitan para la inversión en activos estratégicos de generación eléctrica. En este aspecto, España tiene retos muy importantes que afrontar en el camino hacia la “descarbonización” del sector, el reto de las centrales nucleares, etc. En definitiva, decidir cuál es el mix de generación futura, los pasos a dar y, sobretudo, los costes económicos que suponen y cómo se van a financiar estos costes. En función del mix energético adoptado, el escenario de precios a largo plazo puede variar bastante. ■

A close-up portrait of José María Majadas, a middle-aged man with grey hair and glasses, wearing a white shirt and a blue and pink striped tie. He is looking directly at the camera with a neutral expression.

EXPECTATIVAS DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN LA EUROZONA Y EEUU

JOSÉ MARÍA MAJADAS

SENIOR F.I. & F.X. PORTFOLIO MANAGER

¿Cómo ves la situación a corto plazo de la eurozona y cuando prevés algún cambio en la política monetaria del ECB?

Desde mi punto de vista no se ve cambio alguno en los tipos principales del BCE hasta el segundo semestre de 2019, a pesar de que nos encontramos inmersos en un ciclo expansivo de crecimiento, tanto en la Eurozona como a nivel mundial.

En otro orden de cosas, la inflación continúa a niveles muy bajos; el IPC subyacente está en el 1%, lejos de la temida desinflación, pero aún por debajo del objetivo del ECB que ronda el 2%.

Uno de los datos de mercado que más influye en la política monetaria europea es la inflación de mercado a 5 años dentro de 5 años, la cual cotiza en estos momentos a niveles de 1,70%, aún lejos del objetivo del banco central. Factores globales y estructurales, como pueden ser los avances tecnológicos, el efecto China, la globalización, los bajos salarios actuales para los trabajadores de reciente incorporación, la desintermediación, etc, junto con los problemas estructurales de la propia Unión Europea, afectan de forma negativa a la recuperación de precios.

Otro factor es el valor de nuestra divisa frente al resto. La fortaleza del euro no invitaría a pensar en importación de inflación ni en facilitar las exportaciones.

No se termina de justificar el mantenimiento de la APP en esta situación de expansión, por lo que se dará una gradual disminución del volumen de compras de activos por parte del Banco Central, que en la actualidad es de 30.000 millones al mes hasta septiembre, terminando el programa a finales de año. Además, los excesos de liquidez actuales que se dan en el mercado monetario, irán desapareciendo.

Casi con seguridad no veremos los primeros cambios en los tipos de interés hasta la segunda mitad del próximo año, siendo el primer movimiento el aumento del tipo de depósito que actualmente se sitúa a -0,40% y que irá subiendo de forma progresiva hasta acabar el próximo año a

niveles del 0%. En cuanto al tipo de referencia, que actualmente es del 0%, estimo que acabaremos 2019 a niveles del 0,25%. En 2019 Mario Draghi terminará su presidencia del ECB, lo cual genera alguna duda sobre su sucesor y cierta volatilidad.

¿Cuál es tu perspectiva de tipos de más largo plazo en la Eurozona para 2018 y 2019?

Durante los últimos años se ha venido hablando de que los tipos de interés estaban demasiado bajos y por tanto su recorrido sólo podría ser alcista. Pero lo cierto es que la mayoría de los participantes en los mercados financieros que apostaron a que esto iba a ser así, salieron mal parados.

Todos aquellos que en la zona euro en los últimos años contrataron un IRS a 10 años en el que recibieron tipo de interés fijo y pagaron tipo variable, con el paso del tiempo y el carry generado, han obtenido suculentos beneficios. Parece evidente que los tipos de interés de largo plazo subirán, pero realmente difícil es intuir cuándo y cuánto, dado que mientras tanto, ese tipo de apuestas cuestan dinero. Creo que los tipos de interés interbancarios de largo plazo en la eurozona (IRS 10Y) se mantendrán con una ligera tendencia alcista en el medio plazo, aunque dentro de unos niveles estables del rango 0,80% y 1,20%.

Por lo que respecta a la rentabilidad de la deuda pública, la TIR del Bund, no acabará el año por encima del 1,00%, mientras que para 2019 mi estimación de rentabilidad rondaría el 1,30%. Por otra parte, en relación con el bono español a 10 años, esperaría que al final del presente año su rentabilidad no estuviese por encima del 1,50% mientras que para el próximo año podría rondar el 1,75%, lo que implica una reducción de la prima de riesgo y, por tanto, aporta aún valor a la compra de bonos españoles, ya sea a tipo fijo o "swapeados", al igual que Portugal, que podría seguir el recorrido de España, existiendo aún valor en la inversión en sus bonos. En cuanto a Italia, la inestabilidad política hace que las predicciones de primas de

riesgo a medio plazo se conviertan en un ejercicio de adivinación, y respecto a Portugal, es posible que siga el recorrido de España, existiendo por tanto aún valor en la inversión en sus bonos.

¿Y de Estados Unidos qué nos puedes decir?

Lo de EEUU es una coyuntura muy distinta a la eurozona en lo que atañe a las presiones inflacionistas o por la capacidad ociosa. La inflación, aunque en la FED no es el objetivo fundamental ya que si lo es el crecimiento, se encuentra en el 2,50% superando los objetivos de la FED. Este mismo nivel es el que cotiza el mercado para la inflación a 5 años dentro de 5 años. El PCE (gasto de consumo personales) que es el índice sobre el cual la entidad estadounidense calibra sus expectativas se sitúa en el 1,60%. También comienzan a aparecer señales de calentamiento en el mercado laboral con una tasa de paro cercana al 4%, lo que supone mínimos de los últimos 17 años y salarios creciendo a una tasa de entre el 2% y 3%, a veces por encima de la inflación. Se mantiene un crecimiento interanual del PIB que ronda el 3% y teniendo en cuenta que este nivel de crecimiento es posible que se mantenga en el tiempo dadas las reformas fiscales que favorecen la inversión y el consumo en EEUU, únicamente se podrían ver nubarrones por la fortaleza de su divisa acaecida en estos últimos días y las posibles crisis que podrían venir de sus vecinos del sur. La FED seguirá subiendo los tipos directrices de interés de forma gradual a partir los 1,50%-1,75% que están en vigor desde la última subida en marzo de este año, cuando subió ambos 0,25%. Bajo mi punto de vista aún nos quedan entre dos y tres subidas en 2018 para continuar el próximo año con otras dos o tres más, dependiendo de las realizadas en el año actual. Con todo ello mi estimación de TIR del T-Note americano 10 años es que se cierre el año actual a niveles de 3,10% y se alcance unos niveles cercanos al 3,50% a finales del próximo año. Esto implicaría un aplanamiento de la curva de rentabilidades americana entre los tamos cortos y largos (2y-10y).■

ANEXO



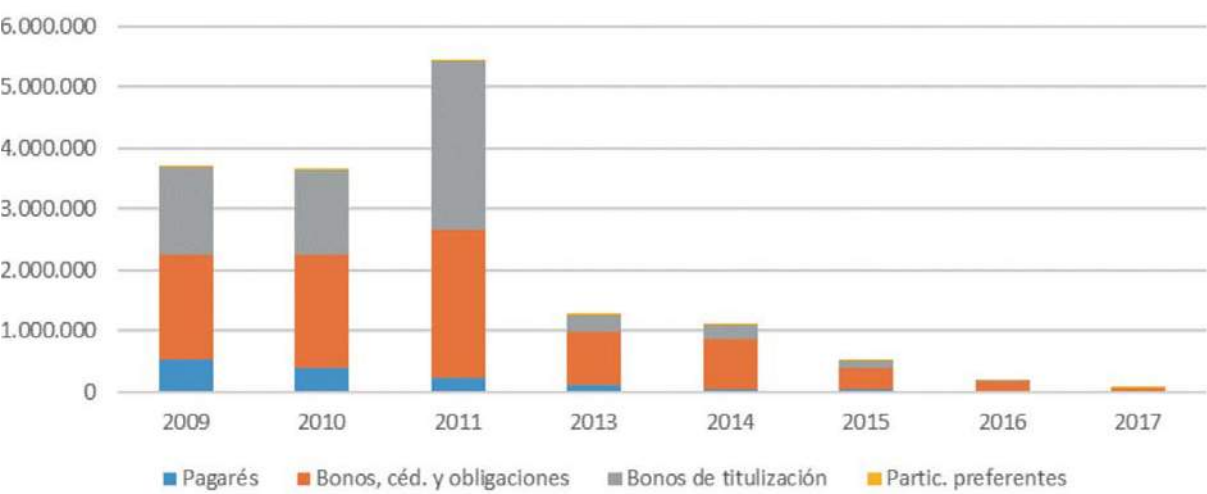
152 **1. ESTADÍSTICAS**

160 **2. LISTADOS MARF**

1. Estadísticas

■ Volumen negociado en instrumentos de deuda corporativa (Mercado AIAF)

Fuente: BME.



■ Volumen negociado en instrumentos de deuda corporativa (Mercado AIAF)

Fuente: BME.

Año	Pagarés	Bonos, céd. y obligaciones	Bonos de titulización	Partic. preferentes	Total
2009	528.671	1.733.166	1.424.339	5.627	3.691.803
2010	383.235	1.868.865	1.401.707	4.250	3.658.057
2011	225.185	2.436.269	2.777.471	5.810	5.444.735
2013	110.253	861.485	294.588	19.443	1.285.769
2014	45.277	813.464	239.798	88	1.098.627
2015	29.937	363.095	123.607	239	516.878
2016	20.421	125.429	27.130	33	173.013
2017	7.327	48.941	18.127	1.504	75.900

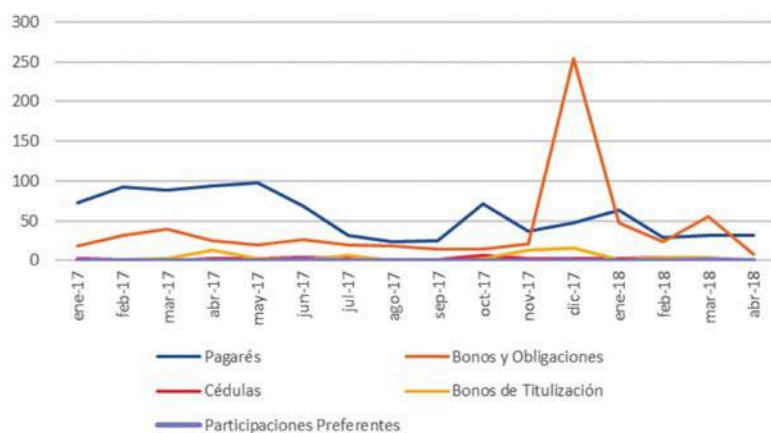
■ Composición operaciones de admisiones (AIAF)

Fuente: BME.

Mes	Pagarés	Corporativo			Tesoro			Total	
		Bonos y Obligaciones	Cédulas	Bonos de Titulización	Participaciones Preferentes	Bonos y Oblig.	Letras		
2011	16834	81	157	85		1	0	0	17158
2012	57576	134	115	51		0	0	0	57876
2013	8949	168	47	57		0	593	115	9929
2014	2759	571	31	35		0	141	96	3633
2015	2042	320	40	44		0	195	96	2737
2016	1808	287	45	61		0	175	96	2472
2017	753	502	30	57		1	343	95	1781
Acumulado 2018	156	135	7	9		1	135	28	471

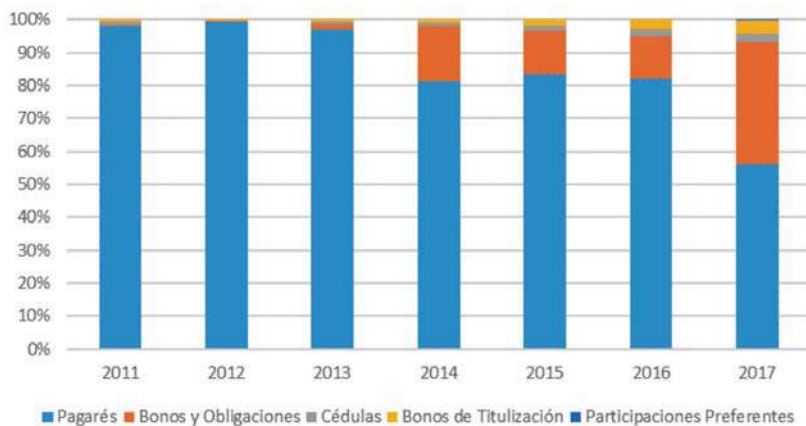
■ Evolución operaciones de admisión AIAF 2017-2018

Fuente: BME.



■ Composición operaciones de admisiones (AIAF)

Fuente: BME.



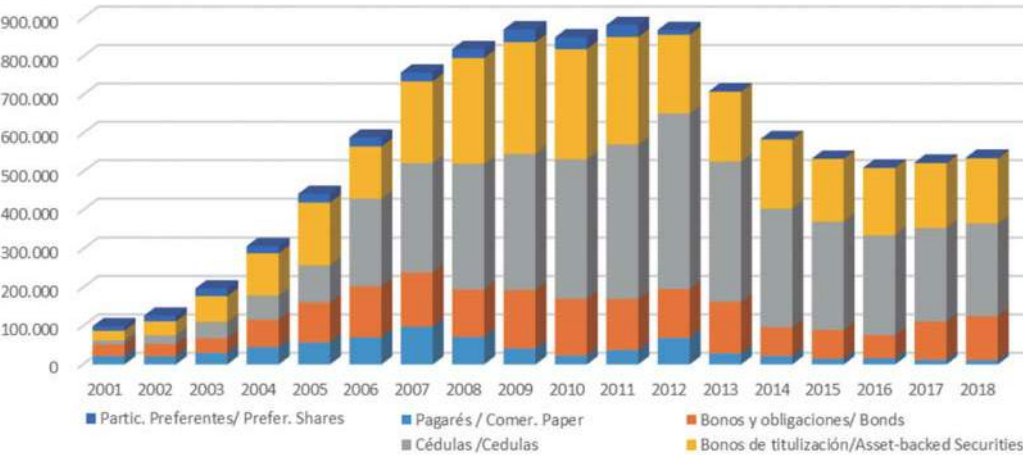
■ Saldo en circulación en instrumentos de deuda corporativa (AIAF)

Fuente: BME.

Año	Pagarés	Bonos y obligaciones	Cédulas	Bonos de titulización	Partic. preferentes	Total
2013	28.822	133.912	363.731	182.204	1.076	708.669
2014	22.356	74.471	307.370	180.060	782	584.257
2015	15.173	74.526	279.969	163.806	627	533.474
2016	16.150	60.015	259.895	173.988	444	510.048
2017	11.979	99.588	241.860	169.213	1.395	524.036
ene.-18	11.722	111.656	241.925	168.819	1.395	535.517
feb.-18	11.469	107.864	240.890	171.896	1.395	533.515
mar.-18	11.040	114.778	239.690	169.012	2.645	537.165

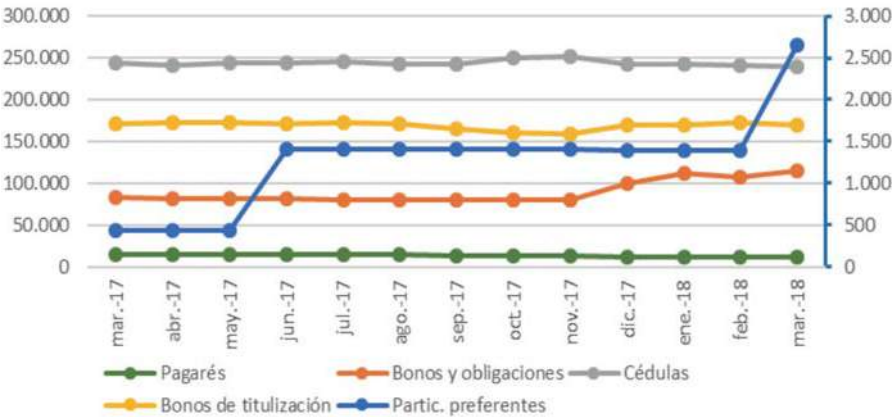
■ Saldo en circulación en instrumentos de deuda corporativa (AIAF)

Fuente: BME.



■ Saldo en circulación en instrumentos de deuda corporativa (AIAF)

Fuente: BME.



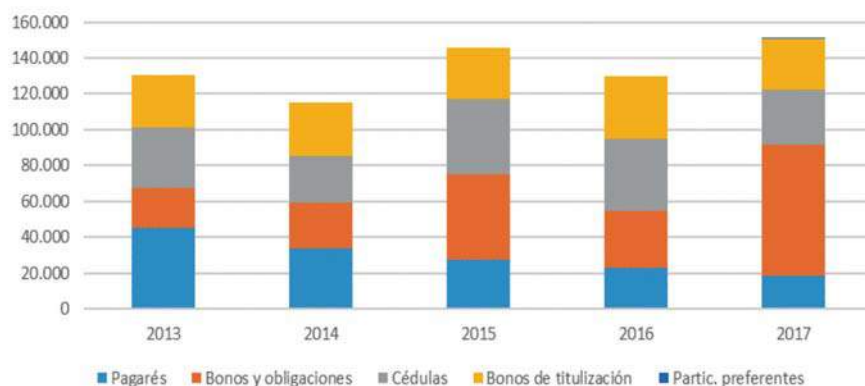
■ Importes de deuda corporativa admitidos por instrumentos (AIAF)

Fuente: BME.

	Pagarés	Bonos y obligaciones	Cédulas	Bonos de titulización	Partic. preferentes	Total	Pro-memoria Medio y Largo
2013	45.229	22.439	33.515	29.310		130.493	85.264
2014	33.493	25.765	26.291	29.460		115.009	81.516
2015	27.455	47.616	41.775	29.045		145.891	118.436
2016	22.771	31.720	40.143	35.505		130.138	107.367
2017	18.389	73.337	30.350	28.635	1.000	121.557	103.168
ene.-18	977	10.920	4.375	780		17.052	16.075
feb.-18	1.455	94	750	4.335		6.635	5.179
mar.-18	810	7.233		1.096		9.138	8.329
Acumulado 2018	3.242	18.247	5.125	6.211		32.825	29.583

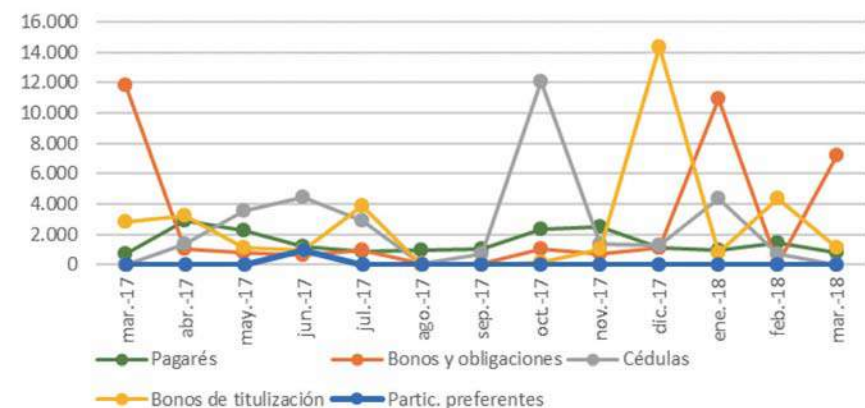
■ Importes de deuda corporativa admitidos por instrumentos (AIAF)

Fuente: BME.



■ Importes de deuda corporativa admitidos por instrumentos (AIAF)

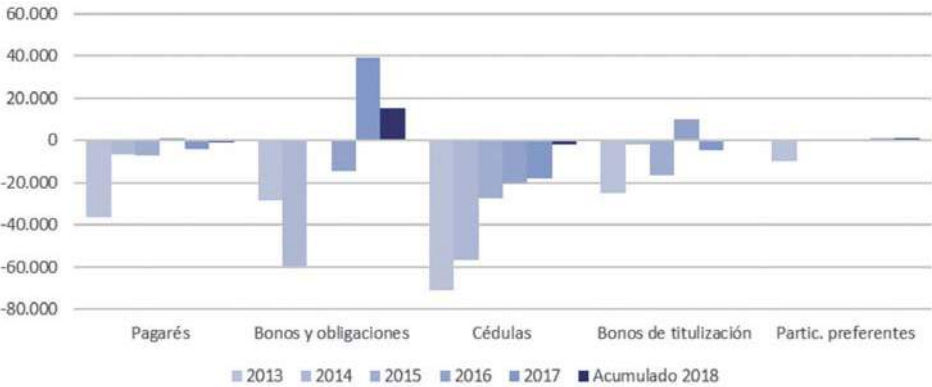
Fuente: BME.



Financiación neta obtenida por instrumentos

Fuente: BME.

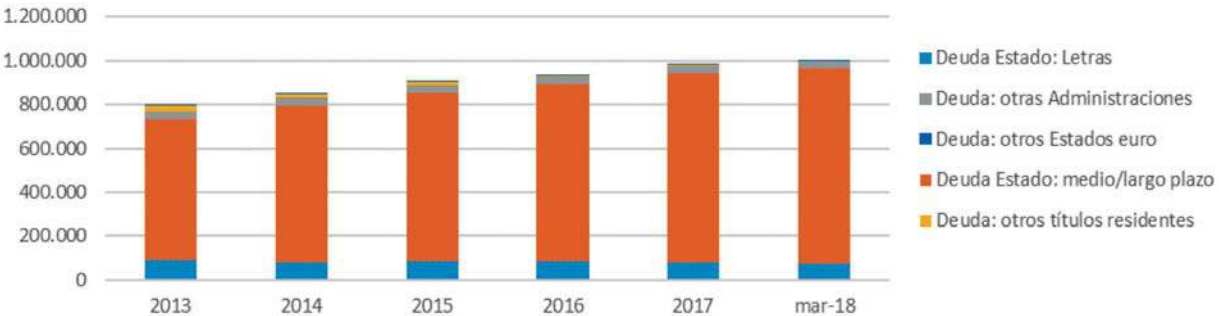
Año	Pagarés	Bonos y obligaciones	Cédulas	Bonos de titulización	Partic. preferentes	Total
2013	-36.469	-28.223	-71.123	-24.868	-9.746	-170.428
2014	-6.466	-59.440	-56.361	-2.144	-294	-124.705
2015	-7.184	55	-27.401	-16.270	-155	-50.954
2016	977	-14.511	-20.074	10.198	-184	-23.594
2017	-4.171	39.228	-18.034	-4.790	951	13.185
Acumula	-939	15.189	-2.170	-201	1.250	13.129



Deuda pública en los sistemas del Banco de España. Saldos vivos por instrumentos

Fuente: BME.

Año	Deuda Estado: Letras	Deuda Estado: medio/largo plazo	Deuda: otras Administraciones	Deuda: otros títulos residentes	Deuda: otros Estados euro	TOTAL
2013	89.174	644.494	32.801	26.264	1.528	794.261
2014	77.926	715.649	35.185	18.687	535	847.982
2015	82.435	769.777	34.430	13.877	130	900.649
2016	82.363	810.390	34.383	5.871	100	933.107
2017	78.835	864.080	35.024	2.228	485	980.652
mar-18	72.599	890.343	34.038	2.228	176	999.384



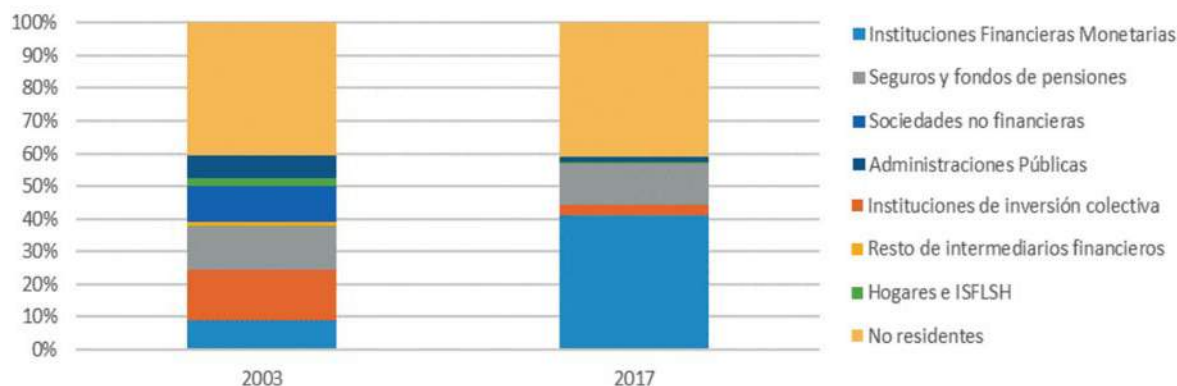
■ Propiedad de los bonos y obligaciones del Estado

Fuente: BME.

	Saldo en circulación	Instituciones Financieras Monetarias	Instituciones de inversión colectiva	Seguros y fondos de pensiones	Resto de intermediarios financieros	Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Administraciones Públicas	No residentes
2003	246.469	22.131	38.452	33.223	2.732	26.769	6.249	16.986	99.928
2004	256.378	12.183	33.571	32.457	4.052	27.103	5.536	25.086	116.388
2005	265.161	13.099	34.943	31.753	5.084	24.481	5.134	30.502	120.164
2006	264.575	11.503	35.864	33.488	5.945	24.541	5.358	30.333	117.542
2007	261.421	16.152	33.359	32.550	7.610	20.565	4.704	34.805	111.675
2008	293.542	26.710	25.501	27.532	7.168	21.938	4.383	42.837	139.819
2009	376.588	75.416	19.762	29.662	4.742	14.539	3.122	55.733	173.612
2010	437.157	57.032	23.918	40.206	3.030	14.658	2.330	60.314	235.668
2011	489.909	80.676	24.631	49.951	5.118	12.502	3.660	65.811	247.560
2012	556.848	179.322	23.674	57.144	2.765	14.449	2.827	79.009	197.659
2013	622.604	174.274	35.136	76.965	2.874	22.260	3.253	59.172	248.670
2014	691.420	172.532	37.862	88.861	3.711	18.716	2.916	52.971	313.851
2015	744.984	205.218	26.822	87.035	2.884	14.652	4.450	37.289	366.633
2016	784.594	257.265	29.960	89.123	1.875	14.709	2.707	21.183	367.773
2017	839.924	344.019	27.548	105.719	757	1.955	1.703	14.139	344.085

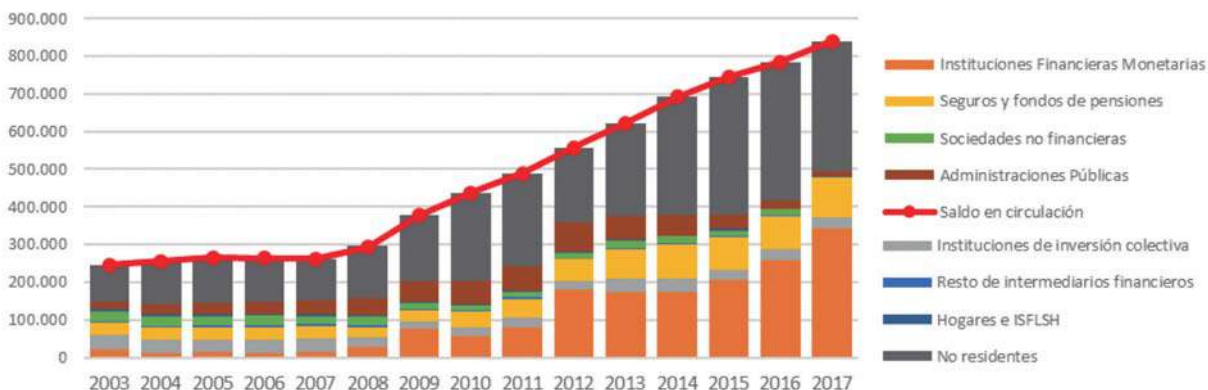
■ Propiedad de los bonos y obligaciones del Estado

Fuente: BME.



■ Propiedad de los bonos y obligaciones del Estado

Fuente: BME.



■ Negociación plataforma electrónica-Deuda pública de BME

Fuente: BME.

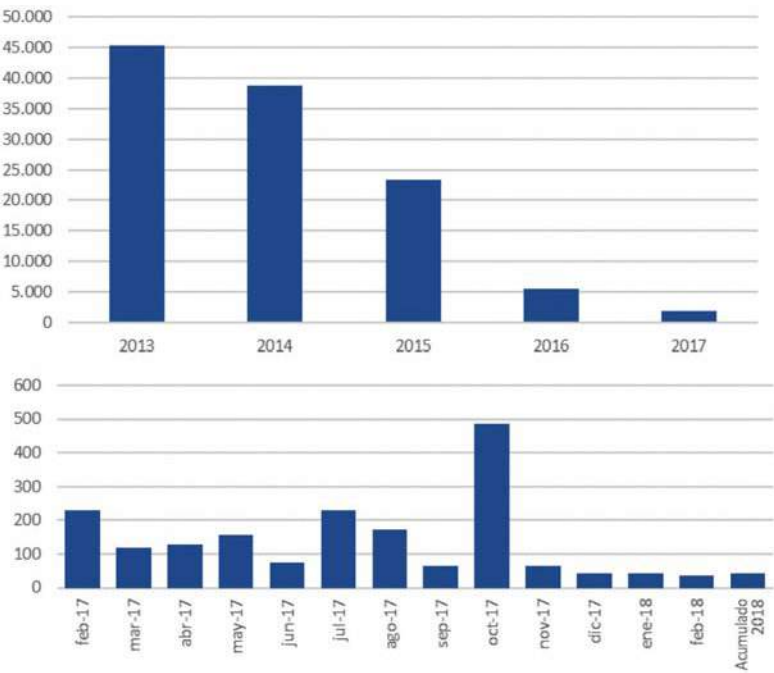
Año	Bonos y Obligaciones	Letras
2013	51.774	12.237
2014	77.911	25.133
2015	53.434	48.121
2016	64.701	100.771
2017	60.493	70.788
Mar-2018	17.160	13.640



■ Negociación plataforma de renta fija bursátil BME (SIBE)

Fuente: BME.

Periodo	Contratación
2013	45.362
2014	38.759
2015	23.384
2016	5.636
2017	1.895
feb-17	228
mar-17	117
abr-17	128
may-17	158
jun-17	74
jul-17	228
ago-17	172
sep-17	65
oct-17	486
nov-17	64
dic-17	43
ene-18	42
feb-18	38
Acumulado 2018	42



■ Deuda pública en los sistemas del Banco de España. Negociación y saldos (importes integrados)

Fuente: BME.

Periodo	Saldos en el Sistema	Contratación efectiva (*)	Saldo No Residentes(**)
2013	794.262	5.085.327	248.233
2014	847.982	6.310.228	313.851
2015	900.650	6.096.752	366.633
2016	933.007	5.875.113	367.773
2017	980.651	5.328.908	n.d.
mar-17	952.047	555.434	386.761
abr-17	962.206	407.156	379.885
may-17	951.279	506.916	386.764
jun-17	960.619	511.891	394.179
jul-17	956.120	484.299	391.273
ago-17	959.133	475.473	387.573
sep-17	969.753	459.790	386.225
oct-17	959.254	572.422	378.650
nov-17	972.026	516.054	394.776
dic-17	980.651	451.028	405.362
ene-18	978.602	411.337	403.448
feb-18	991.266	346.863	n.d.
mar-18	999.384	343.727	n.d.

(*) Operación efectiva en Operaciones de Compraventa simple al contado

(**) Cartera a vencimiento de no Residentes

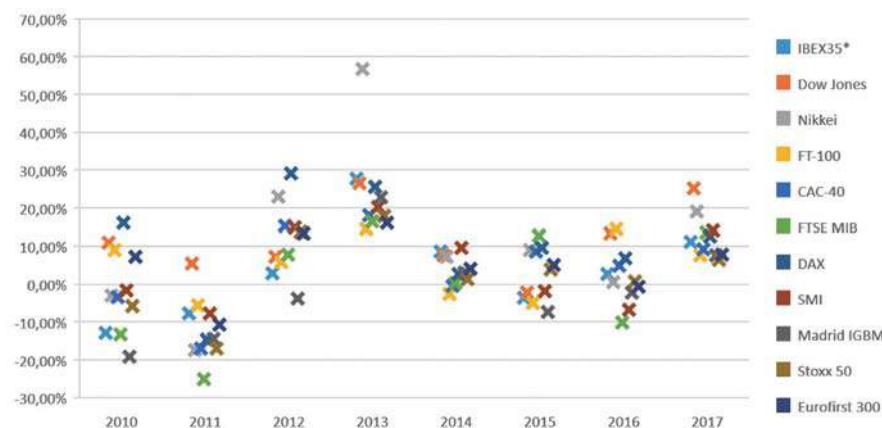


■ Rentabilidad de índices internacionales

Fuente: BME.

Año	IBEX35*	Dow Jones	Nikkei	FT-100	CAC-40	FTSE MIB	DAX	SMI	Madrid IGBM	Stoxx 50	Eurofirst 300
2010	-12,93%	11,02%	-3,01%	9,00%	-3,34%	-13,23%	16,06%	-1,68%	-19,17%	-5,85%	7,26%
2011	-7,75%	5,53%	-17,34%	-5,55%	-16,95%	-25,20%	-14,69%	-7,70%	-14,55%	-17,05%	-10,72%
2012	2,78%	7,26%	22,94%	5,84%	15,23%	7,84%	29,06%	14,93%	-3,84%	13,79%	13,24%
2013	27,75%	26,50%	56,72%	14,43%	17,99%	16,56%	25,48%	20,24%	22,71%	17,95%	16,09%
2014	8,62%	7,52%	7,12%	-2,71%	-0,54%	0,23%	2,65%	9,51%	3,01%	1,20%	3,96%
2015	-3,55%	-2,23%	9,07%	-4,93%	8,53%	12,66%	9,56%	-1,84%	-7,42%	3,85%	5,04%
2016	2,60%	13,42%	0,42%	14,43%	4,86%	-10,20%	6,87%	-6,78%	-2,24%	0,70%	-0,64%
2017	11,25%	25,08%	19,10%	7,63%	9,26%	13,61%	12,51%	14,14%	7,59%	6,49%	7,78%

(*) Con dividendos



2. Listados MARF

■ MARF Mercado alternativo de renta fija - Emisiones en circulación: bonos y obligaciones

Fuente: BME.

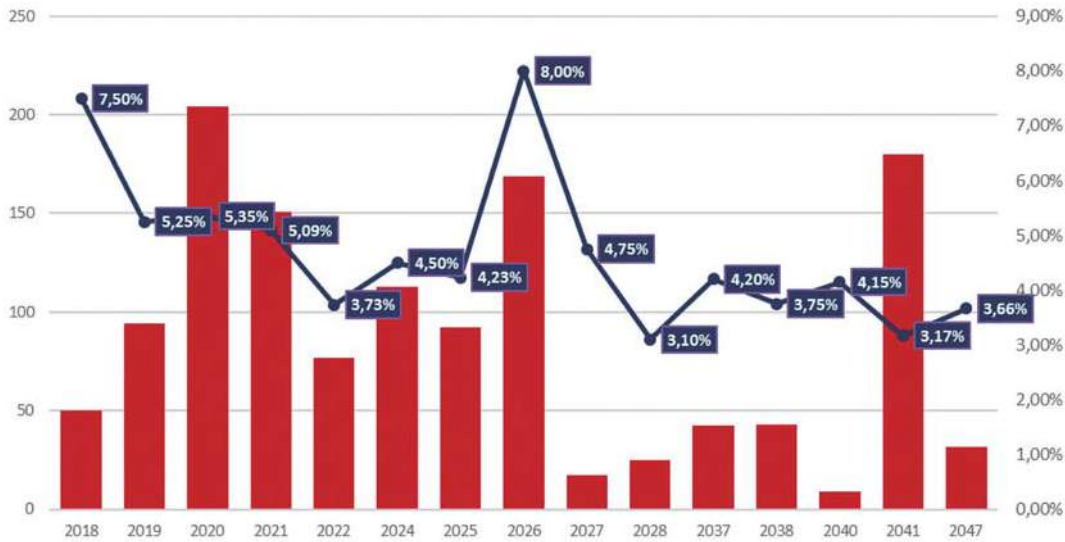
Cód. ISIN	Emisor	Serie	Cupón	Vencimiento	Moneda	Saldo en Circulación	Precio	Fecha	Agencia	Rating
ALIMENTACION			3,32	115.000.000,00						
ES0205324009	JORGE PORK MEAT, S.L.U.	A B	2,950	21/02/2025	EUR	25.000.000,00				
ES0205324017	JORGE PORK MEAT, S.L.U.		3,100	21/02/2028	EUR	25.000.000,00				
ES0305088009	OC INTERNATIONAL INVESTMENTS, B.V.-GRUPO SUGAL		4,250	27/10/2020	EUR	42.000.000,00			AXESOR	BBB
ES0305088017	OC INTERNATIONAL INVESTMENTS, B.V.-GRUPO SUGAL		3,000	19/10/2019	EUR	23.000.000,00			AXESOR	BBB
COMERCIO Y OTROS SERVICIOS			5,59	174.000.000,00						
ES0205037007	ESTACIONAMIENTOS Y SERVICIOS, S.A.U.		6,875	23/07/2021	EUR	75.000.000,00	106,000	16/03/2016	AXESOR	BB
ES0205072004	GRUPOPIKOLIN, S.L.	1	5,00	27/05/2025	EUR	20.000.000,00			AXESOR	BB
ES0205072012	GRUPOPIKOLIN, S.L.	2	4,500	27/05/2022	EUR	10.000.000,00			AXESOR	BB
ES0305072003	GRUPOPIKOLIN, S.L.		VBLE	18/05/2021	EUR	14.000.000,00			AXESOR	BB
ES0305063002	SIDECU, S.A.		6,000	18/03/2020	EUR	55.000.000,00	103,500	16/03/2016	AXESOR	BB
CONSTRUCCIÓN			6,37	180.000.000,00						
ES0305326003	AVINTIA PROYECTOS Y CONSTRUCCIONES, S.L.		4,000	01/09/2020	EUR	50.000.000,00			DBRS	BB
ES0305031009	ORTIZ CONSTRUCCIONES Y PROYECTOS, S.A		7,000	03/07/2019	EUR	50.000.000,00	102,250	08/01/2018	AXESOR	BB
ES0376156008	SOCIEDAD ANÓNIMA DE OBRAS Y SERVICIOS COPASA		7,500	19/12/2018	EUR	50.000.000,00	100,500	24/01/2017	AXESOR	BB
ES0276156009	SOCIEDAD ANÓNIMA DE OBRAS Y SERVICIOS COPASA		7,000	19/12/2020	EUR	30.000.000,00	95,000	08/02/2018	AXESOR	BB
ENERGÍA Y AGUA			4,29	211.831.069,27						
ES0305039010	AUDAX ENERGIA, S.A.		4,200	02/06/2022	EUR	65.000.000,00	102,000	15/01/2018	AXESOR	BBB-
ES0305039002	AUDAX ENERGIA, S.A.		5,75	29/07/2019	EUR	21.000.000,00			AXESOR	BBB-
ES0205264007	EKONDAKIN ENERGIA Y MEDIOAMBIENTE, S.A. GLOBASOL	1	3,662	30/05/2047	EUR	31.600.000,00			AXESOR	BBB-
ES0205135009	VILLANUEVA 1, S.A.U.		4,200	31/01/2037	EUR	42.221.742,69			AXESOR	BBB-
ES0205238001	PLANTA SOLAR PUERTOLLANO 6, S.A.U.		3,750	31/12/2037	EUR	42.902.556,62			AXESOR	BBB-
ES0205316005	SOLARIA CASIOPEA, S.A.U.		4,150	30/09/2040	EUR	9.106.769,96			AXESOR	BBB-
INMOBILIARIAS			3,38	84.000.000,00						
ES0205285002	CADENA MAR, S.L.		4,000	22/09/2024	EUR	30.000.000,00			AXESOR	BBB
ES0282870007	SACYR, S.A.		4,500	16/11/2024	EUR	44.000.000,00				
ES0205147004	SAINT CROIX HOLDING IMMOBILIER, SOCIMI, SA		2,500	23/06/2022	EUR	2.000.000,00			AXESOR	BBB
ES0305147003	SAINT CROIX HOLDING IMMOBILIER, SOCIMI, SA		2,500	23/06/2021	EUR	8.000.000,00			AXESOR	BBB
METAL MECANICA			5,50	20.000.000,00						
ES0305105001	TEKNIA MANUFACTURING GROUP, S.L.U.		5,500	05/07/2021	EUR	20.000.000,00			AXESOR	BB
NUEVAS TECNOLOGÍAS			4,75	17.000.000,00						
ES0284940006	ZELTIA, S.A.		4,750	07/07/2027	EUR	17.000.000,00			AXESOR	BB-
SEGUROS			8,00	168.800.000,00						
ES0215490006	CAJA DE SEGUROS REUNIDOS, CIA DE REASEGUROS, S.A.	Sb	8,000	17/02/2026	EUR	168.800.000,00				
TRANSPORTES Y COMUNICACIONES			4,78	326.296.637,20						
ES0205082003	AUNOR, AUTOVÍA NOROESTE CONCESIONARIA C.A.R.M., S.A		4,750	30/06/2025	EUR	47.317.516,20			S&P	BB+
ES0305198006	EMPRESA NAVIERA ELCANO, S.A.		5,500	08/11/2021	EUR	33.500.000,00			AXESOR	BBB-
ES0384696003	MASMÓVIL IBERCOM, S.A.		5,500	30/06/2020	EUR	27.000.000,00	105,000	24/03/2017	AXESOR	BB
ES0205068002	SOCIEDAD CONCESIONARIA AUTOVÍA DE LA PLATA, S.A.,		3,169	31/12/2041	EUR	179.979.122,70			S&P	BBB
ES0205052006	VIARIO A31, S.A.		5,000	25/11/2024	EUR	38.499.998,30			AXESOR	BBB
TOTAL			4,75**	1.296.927.706,47						

* Último precio: Es el último precio negociado en la plataforma SEND-SMART.

** Media ponderada por año de vencimiento

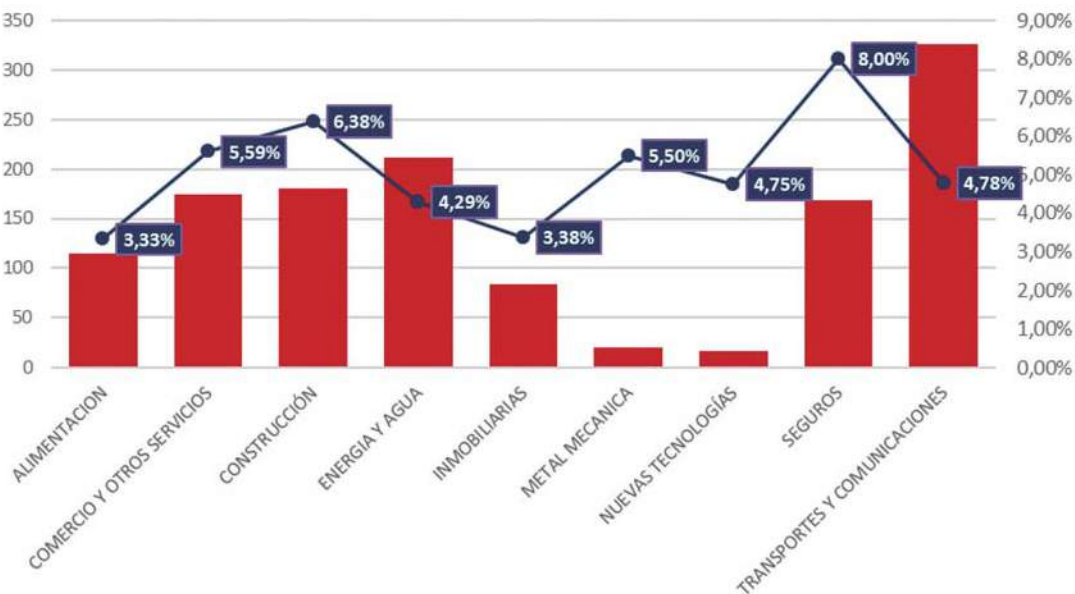
■ Saldo a vencimiento y Cupón medio por año

Fuente: BME.



■ Saldo en circulación y Cupón medio por sectores

Fuente: BME.



■ MARF Mercado alternativo de renta fija - Emisiones en circulación: bonos de titulización

Fuente: BME.

Cód. ISIN	Emisor	Serie	Cupón	Vencimiento	Moneda	Saldo Circulación	Precio	Fecha	Agencia	Rating
ENTIDADES DE FINANCIACION										
ES0305249007	FONDO DE TITULIZACIÓN PYMES MAGDALENA, F.T.A. IM AURIGA	1	VBLE	22/03/2041	EUR	66.500.000,00	101,650	24-02-17		
ES0305041008	PYMES EUR 1, F.T.A		VBLE	22/01/2022	EUR	48.935.775,00				
ES0305258008	IM WANNA I, FONDO DE TITULIZACIÓN		6,000	20/12/2025	EUR	2.300.000,00				

* Último precio: Es el último precio negociado en la plataforma SEND-SMART.

■ MARF Mercado alternativo de renta fija - Emisiones en circulación: pagarés de empresa y titulizados

Fuente: BME.

Cód. ISIN	Emisor	Vencimiento	Moneda	Saldo Circulación	TIR	Fecha	Agencia	Rating
ALIMENTACION								
ES0540782002	GALLETAS SIRO, S.A.	28/06/2018	EUR	10.000.000,00				
COMERCIO Y OTROS SERVICIOS								
ES0505113888	EL CORTE INGLÉS, S.A.	12/04/2018	EUR	5.000.000,00				
ES0505113789	EL CORTE INGLÉS, S.A.	17/04/2018	EUR	55.000.000,00				
ES0505113755	EL CORTE INGLÉS, S.A.	24/04/2018	EUR	48.300.000,00				
ES0505113805	EL CORTE INGLÉS, S.A.	08/05/2018	EUR	70.800.000,00				
ES0505113797	EL CORTE INGLÉS, S.A.	22/05/2018	EUR	55.000.000,00				
ES0505113821	EL CORTE INGLÉS, S.A.	29/05/2018	EUR	11.100.000,00				
ES0505113813	EL CORTE INGLÉS, S.A.	12/06/2018	EUR	61.000.000,00				
ES0505113839	EL CORTE INGLÉS, S.A.	26/06/2018	EUR	20.700.000,00				
ES0505113854	EL CORTE INGLÉS, S.A.	03/07/2018	EUR	35.500.000,00				
ES0505113920	EL CORTE INGLÉS, S.A.	24/07/2018	EUR	2.400.000,00				
ES0505113862	EL CORTE INGLÉS, S.A.	11/09/2018	EUR	24.100.000,00				
ES0505113870	EL CORTE INGLÉS, S.A.	18/09/2018	EUR	23.600.000,00				
ES0505113896	EL CORTE INGLÉS, S.A.	25/09/2018	EUR	55.500.000,00	0,320	10/04/2018		
ES0505113904	EL CORTE INGLÉS, S.A.	09/10/2018	EUR	7.800.000,00				
ES0505113912	EL CORTE INGLÉS, S.A.	13/11/2018	EUR	6.000.000,00				
ES0505072258	GRUPOPIKOLIN, S.L.	16/04/2018	EUR	6.000.000,00				
ES0505072266	GRUPOPIKOLIN, S.L.	14/05/2018	EUR	6.000.000,00				
ES0505072274	GRUPOPIKOLIN, S.L.	18/06/2018	EUR	6.000.000,00				
ES0505072282	GRUPOPIKOLIN, S.L.	16/07/2018	EUR	4.000.000,00				
ES0505072290	GRUPOPIKOLIN, S.L.	17/09/2018	EUR	1.000.000,00				
CONSTRUCCIÓN								
ES0576156170	SOCIEDAD ANÓNIMA DE OBRAS Y SERVICIOS COPASA	15/06/2018	EUR	4.500.000,00				
ES0576156154	SOCIEDAD ANÓNIMA DE OBRAS Y SERVICIOS COPASA	13/08/2018	EUR	300.000,00				
ES0576156162	SOCIEDAD ANÓNIMA DE OBRAS Y SERVICIOS COPASA	17/09/2018	EUR	200.000,00				

■ MARF Mercado alternativo de renta fija - Emisiones en circulación: pagarés de empresa y titulizados

Fuente: BME.

Cód. ISIN	Emisor	Vencimiento	Moneda	Saldo Circulación	TIR	Fecha	Agencia	Rating
ENERGÍA Y AGUA								
ES0505039059	AUDAX ENERGIA, S.A.	28/05/2018	EUR	9.000.000,00			AXES	BBB-
ES0505039075	AUDAX ENERGIA, S.A.	02/07/2018	EUR	11.900.000,00				
ES0505039117	AUDAX ENERGIA, S.A.	30/07/2018	EUR	6.900.000,00				
ES0505039109	AUDAX ENERGIA, S.A.	10/09/2018	EUR	8.100.000,00				
ES0505039125	AUDAX ENERGIA, S.A.	08/10/2018	EUR	7.900.000,00			AXES	BBB-
ES0505039067	AUDAX ENERGIA, S.A.	26/11/2018	EUR	5.200.000,00				
ES0505039133	AUDAX ENERGIA, S.A.	01/04/2019	EUR	1.000.000,00				
ES0537650030	FLUIDRA, S.A.	15/06/2018	EUR	30.000.000,00				
ES0505280042	NEXUS ENERGÍA, S.A.	16/04/2018	EUR	500.000,00				
ES0505280059	NEXUS ENERGÍA, S.A.	14/05/2018	EUR	5.200.000,00				
ENTIDADES DE FINANCIACION								
ES0505087249	IM FORTIA 1, FONDO DE TITULIZACIÓN	10/05/2018	EUR	35.000.000,00			S&P	A2
ES0505087256	IM FORTIA 1, FONDO DE TITULIZACIÓN	11/06/2018	EUR	30.000.000,00				
ES0505087173	IM FORTIA 1, FONDO DE TITULIZACIÓN	10/07/2018	EUR	20.000.000,00			S&P	A2
ES0505087207	IM FORTIA 1, FONDO DE TITULIZACIÓN	10/09/2018	EUR	2.000.000,00				
ES0505087231	IM FORTIA 1, FONDO DE TITULIZACIÓN	10/10/2018	EUR	5.000.000,00			MOO	P2
ES0505255010	IM SUMMA 1, FONDO DE TITULIZACION	11/06/2018	EUR	2.000.000,00				
ES0505255044	IM SUMMA 1, FONDO DE TITULIZACION	13/08/2018	EUR	400.000,00				
ES0505255028	IM SUMMA 1, FONDO DE TITULIZACION	10/12/2018	EUR	1.200.000,00				
ES0505286049	ULMA INVERSIONES, SOCIEDAD COOPERATIVA	09/05/2018	EUR	7.500.000,00				
ES0505286056	ULMA INVERSIONES, SOCIEDAD COOPERATIVA	07/06/2018	EUR	9.000.000,00				
ES0505286064	ULMA INVERSIONES, SOCIEDAD COOPERATIVA	06/07/2018	EUR	8.500.000,00				
INMOBILIARIAS								
ES0505047078	BARCELÓ CORPORACIÓN EMPRESARIAL, S.A.	19/04/2018	EUR	100.000.000,00				
ES0554653040	INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.	26/04/2018	EUR	5.600.000,00				
ES0554653057	INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.	26/07/2018	EUR	13.000.000,00				
ES0554653065	INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.	26/10/2018	EUR	1.400.000,00				
ES0582870980	SACYR, S.A.	26/04/2018	EUR	75.400.000,00				
ES0582870958	SACYR, S.A.	30/07/2018	EUR	30.000.000,00				
ES0582870976	SACYR, S.A.	31/07/2018	EUR	3.000.000,00				
ES05828709U4	SACYR, S.A.	27/12/2018	EUR	15.000.000,00				
ES05828709P4	SACYR, S.A.	25/10/2019	EUR	9.000.000,00				
ES05828709Q2	SACYR, S.A.	17/01/2020	EUR	20.000.000,00				
METAL MECANICA								
ES0529743561	ELECNOR, S.A.	19/04/2018	EUR	20.000.000,00				
ES0529743553	ELECNOR, S.A. ELECNOR, S.A. ELECNOR, S.A.	03/05/2018	EUR EUR	60.000.000,00				
ES0529743587	ELECNOR, S.A.	09/05/2018	EUR	25.000.000,00				
ES0529743579		22/06/2018	EUR	15.000.000,00				
ES0529743520		23/11/2018		30.000.000,00				
ES0529743538	ELECNOR, S.A. ELECNOR, S.A.	13/12/2018	EUR EUR	25.000.000,00				
ES0529743546	GESTAMP AUTOMOCIÓN, S.A.	18/01/2019	EUR EUR	30.000.000,00				
ES0505223042	TEKNIA MANUFACTURING GROUP, S.L.U. TEKNIA	18/04/2018	EUR	75.000.000,00				
ES0505105116	MANUFACTURING GROUP, S.L.U.	23/04/2018		4.000.000,00				
ES0505105124		28/05/2018		3.900.000,00				
ES0505105132	TEKNIA MANUFACTURING GROUP, S.L.U. TEKNIA	25/06/2018	EUR EUR	6.700.000,00				
ES0505105140	MANUFACTURING GROUP, S.L.U. TUBACEX, S.A.	24/09/2018	EUR EUR	3.000.000,00				
ES0532945534	TUBACEX, S.A.	08/05/2018	EUR	500.000,00				
ES0532945401	TUBACEX, S.A.	18/05/2018		2.000.000,00				
ES0532945567		05/06/2018		300.000,00				
ES0532945427	TUBACEX, S.A. TUBACEX, S.A. TUBACEX, S.A. TUBACEX, S.A.	15/06/2018	EUR EUR	8.100.000,00				
ES0532945443		29/06/2018	EUR EUR	8.400.000,00				
ES0532945468		18/07/2018	EUR	2.500.000,00				
ES0532945609		27/07/2018		11.100.000,00				
ES0532945625		05/09/2018		13.900.000,00				
ES0532945484	TUBACEX, S.A. TUBACEX, S.A. TUBACEX, S.A. TUBACEX, S.A.	10/09/2018	EUR EUR	2.000.000,00	0,500	16/03/2018		
ES0532945641		24/09/2018	EUR EUR	1.900.000,00				
ES0532945500	TUBACEX, S.A.	25/09/2018	EUR	4.500.000,00				
ES0532945518		18/10/2018		1.600.000,00				
ES0532945542		08/11/2018		9.400.000,00				
ES0532945575	TUBACEX, S.A. TUBACEX, S.A. TUBACEX, S.A. TUBACEX, S.A.	05/12/2018	EUR EUR	1.200.000,00				
ES0532945583		18/01/2019	EUR EUR	11.900.000,00				
ES0532945591	TUBACEX, S.A.	31/01/2019	EUR	8.500.000,00				
ES0532945617		12/02/2019		2.600.000,00				
ES0532945633		05/03/2019		1.000.000,00				
ES0532945658	TUBACEX, S.A.	22/03/2019	EUR	3.900.000,00				
ES0532945666	TUBACEX, S.A.	04/04/2019	EUR	4.700.000,00				
NUUEVAS TECNOLOGIAS								
ES0514820044	VOCENTO, S.A. VOCENTO, S.A.	13/04/2018	EUR EUR	6.000.000,00				
ES0514820051	VOCENTO, S.A.	11/05/2018	EUR	4.000.000,00				
ES0514820069		08/06/2018		1.200.000,00				
PAPEL								
ES0582045037	ADVEO GROUP INTERNATIONAL, S.A. ADVEO GROUP	22/06/2018	EUR EUR	600.000,00				
ES0582045045	INTERNATIONAL, S.A.	13/07/2018	EUR	400.000,00				
ES0568561148	PAPELES Y CARTONES DE EUROPA, S.A.	16/05/2018		71.000.000,00				
QUIMICAS								
ES0505199218	MAXAMCORP HOLDING, S.L. MAXAMCORP HOLDING, S.L.	27/04/2018	EUR EUR	25.000.000,00				
ES0505199226		22/06/2018	EUR	15.000.000,00				
ES0505199234	MAXAMCORP HOLDING, S.L.	23/07/2018		15.200.000,00				
TRANSPORTES Y COMUNICACIONES								
ES0584696050	MASMOVIL IBERCOM, S.A.	22/06/2018	EUR	1.200.000,00				

* Última rentabilidad: Es la última TIR negociada en la plataforma SEND-SMART.

Copyright 2018, IEB
Alfonso XI, 6 - 28014
Tel. 91 524 06 15
Fax 902 190 200 | 91 521 04 52
investigacion@ieb.es www.ieb.es

Consejo Editorial: Adolfo Estévez, Lucas Suárez,
Víctor Sánchez, Pablo Cousteau, Marta Zabía y Juan Pablo Tovar
Coordinadores: Francisco Javier de Diego y Jesús H. Sarria
Diseño gráfico: Pilar Seidenschnur. Estudio La Grulla Verde
deseda@telefonica.net
Imagen de portada: Freepik