

EL MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA FIJA:
ATRACTIVA OPORTUNIDAD DE INVERSIÓN.



Gabinete
de estudios
económicos
axesor

axesor
conocer para decidir





EL MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA FIJA: ATRACTIVA OPORTUNIDAD DE INVERSIÓN.

CONTENIDOS

1.	Resumen Ejecutivo.	5
2.	Introducción.	8
3.	El entorno macroeconómico mundial alienta el movimiento de capitales hacia la deuda privada.	9
3.1.	Las emisiones brutas de renta fija de sociedades no financieras alcanzan un máximo histórico en 2012.	9
3.2.	La laxitud monetaria de algunos bancos centrales.	13
4.	La confianza inversora regresa a la economía española.	16
4.1.	La economía española registra entradas netas de capital en los últimos seis meses.	18
4.2.	La mayor competitividad de las empresas españolas y altos niveles de inversión extranjera directa (IED).	18
4.3.	Las empresas españolas como emisoras de inversión extranjera. La inversión española en el exterior.	20
5.	Renta fija española: alternativas de inversión.	22
5.1.	Tipología de inversores.	22
5.2.	Opciones de inversión.	23
5.3.	Comportamiento de la renta fija española en 2012 y perspectivas 2013.	24
6.	Experiencia del middle market alemán en la emisión de deuda corporativa.	30
7.	Posibilidades del nuevo mercado alternativo de renta fija corporativa (MARF).	32
7.1.	Descripción y características del futuro MARF.	32
7.2.	Comparativa con otras alternativas públicas de financiación.	35
7.3.	Rango estimado de rentabilidad y de riesgo.	36





1. Resumen ejecutivo.

Desde el estallido de la crisis financiera se ha producido un **deterioro de la capacidad de financiación del sector privado** en la mayoría de las economías desarrolladas que coinciden con una necesidad de des-apalancamiento gradual de los bancos de numerosos países. El resultado, la **restricción crediticia**, especialmente severa para las Pymes. Se concreta, según datos del Banco Central Europeo (BCE), en que el crédito a empresas se redujo un 2,3% en la zona euro en 2012. En España, la caída del crédito se aproxima al 6%, y no ha tocado fondo aún. El Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que los bancos europeos reducirán sus balances en 2 billones de euros (alrededor del 7% de sus activos) hasta 2014.

La restricción crediticia situó a las **grandes y medianas empresas** ante la necesidad de complementar la financiación bancaria con **emisiones de deuda corporativa**, lo cual permitió que la oferta de bonos corporativos alcanzase máximos desde mitad de 2012. De otro lado, la elevada demanda de renta fija corporativa era impulsada de manera creciente, por un lado, por las continuas inyecciones de liquidez llevadas a cabo por los principales bancos centrales y, por otro, por la **búsqueda de rentabilidad (search for yield)** de los inversores de todo el mundo ante una menor percepción del riesgo. La consecuencia es que nunca en la historia financiera moderna el mercado de capitales global había estado abierto a tantas empresas (las emisiones brutas de bonos high yield registraron su máximo histórico en 2012), ni nunca antes las empresas, tanto las calificadas investment grade como high yield, habían podido financiarse tan barato en los mercados de capitales. Los inversores, por su parte, también se muestran satisfechos con la rentabilidad (más atractiva cuanto mayores sean las expectativas desinflacionistas), y con las históricamente reducidas tasas de default.

La **renta fija corporativa se ha beneficiado** además, recientemente, de tres acontecimientos:

1. El histórico plan de **inyección de liquidez del Banco de Japón**, que prevé llevar el peso de la base monetaria nipona al 55% del PIB

japonés a finales de 2014, en su lucha de poner fin a la deflación y de devaluar el yen.

2. La reciente **modificación del Banco Internacional de Pagos (BPI)** del rango de lo que se consideran **activos líquidos de alta calidad** en manos de las entidades de crédito con la decisión de **incluir la deuda de empresas con menores ratings** (hasta BBB-), sitúa la renta fija corporativa como un activo muy atractivo, ya no sólo por su rentabilidad, sino también por su reducido riesgo y, **ahora, mayor liquidez**.
3. Tras la última intervención del **BCE** para inyectar liquidez en el sistema financiero, **éste acepta los activos Asset Backed Securities (ABS) como colateral en sus operaciones de introducir liquidez**. Estos activos, que también respaldan deudas de pymes, mantienen intacto su buen historial de bajas tasas de impago o default. Recientemente, el propio BCE se pronunciaba al respecto, destacando su colaboración con el Banco de España para analizar la posibilidad de mejorar las condiciones en que los bancos consiguen liquidez, potenciando el uso para ello de titulaciones de créditos concedidos a Pymes como colateral de la financiación que concede el BCE.

Dada la difícil situación por la que atraviesan las entidades crediticias españolas y la disfuncionalidad de la intermediación financiera en **España**, que impide que el crédito llegue a las empresas, dotar de alternativas de financiación a las empresas vía directa a través del **Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)**, en cuyo diseño está trabajando el gobierno, permitiría imprimir una mayor velocidad a ese proceso de cambio ineludible en la financiación de las empresas españolas.

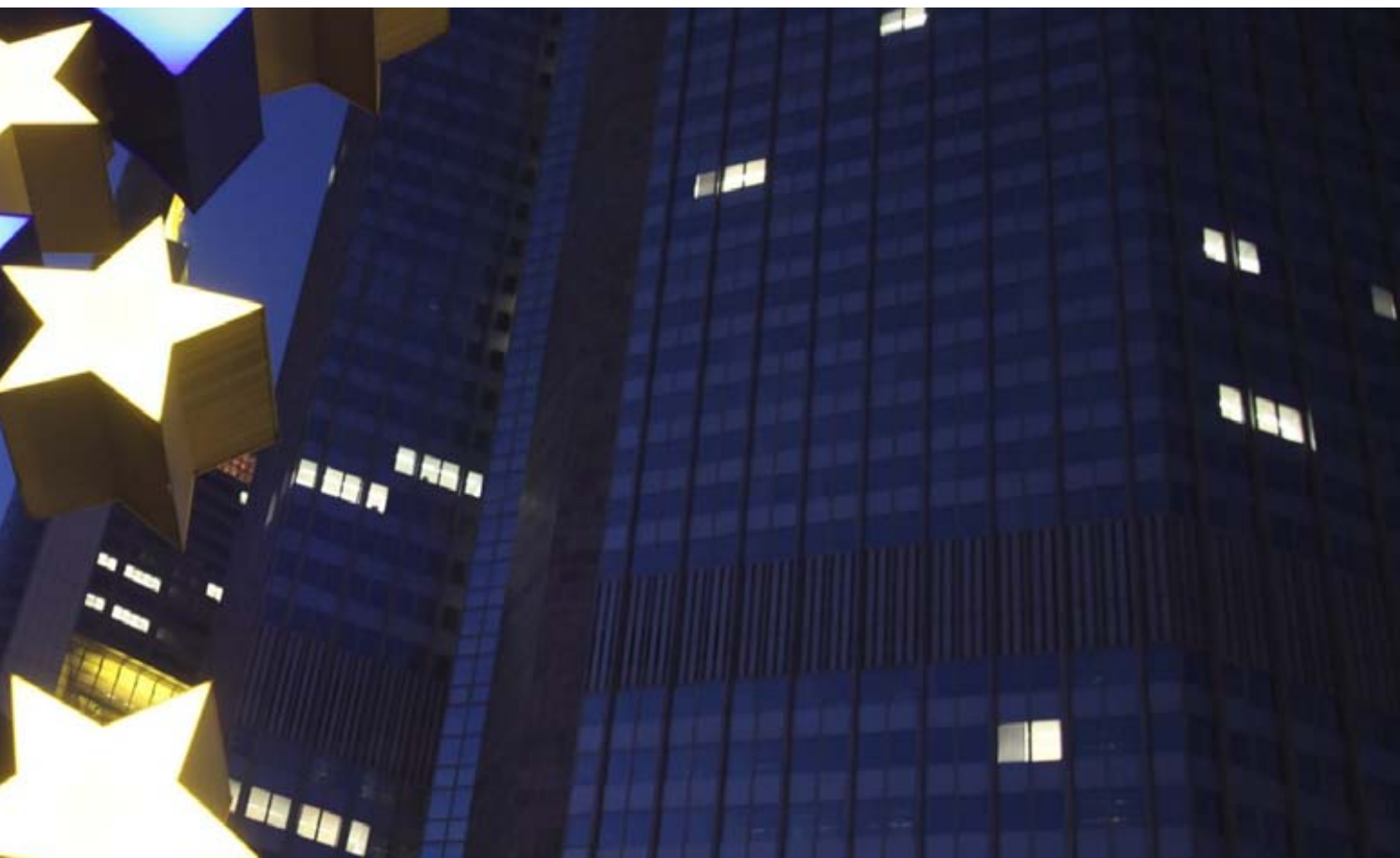
La configuración de un mercado alternativo de renta fija no es un hecho aislado y novedoso en Europa. Son ya varios países los que han puesto en marcha esta idea, como Alemania con el **Mid-cap Bond Market**, Francia con Alternext, Noruega con **ABM** e Italia con **Extra Mot Pro**. El mercado alemán, creado en 2010 y con emisiones que superan los 3.000 M€ es la referencia más clara de éxito, con un correcto diseño y una rigurosa regulación (aunque no excesiva para empresas de tamaño medio). El 75% de las empresas emisoras cuentan con un rating de una Agencia alemana registrada por el organismo europeo ESMA.



La oportuna intervención del BCE en verano de 2012 permitió eliminar, de momento, el riesgo de ruptura del euro, lo que, junto con la decidida política de compra de deuda pública, ha logrado reducir significativamente la rentabilidad de la deuda pública española, haciendo aún más atractiva la deuda privada de las empresas.

En el contexto financiero internacional anteriormente descrito, la **renta fija corporativa española** aparece como un **activo de gran atractivo** tanto por su **elevada rentabilidad** como por su **reducido riesgo**.

- Atendiendo a la **rentabilidad**, el mayor rendimiento y atractivo de los activos españoles se justifica por:
 1. La integración de la economía española en la Unión Económica y Monetaria, reduce el margen de maniobra en política económica y penaliza la prima riesgo al ser la integración europea incompleta y en el actual escenario de recesión y elevada deuda. **Esta situación da lugar a un escenario inmejorable para los inversores**, que a través del futuro MARF, podrán **rentabilizar al máximo sus inversiones y diversificar sus carteras en sociedades de escaso riesgo financiero, productivas y rentables en un entorno de austeridad y escasez de financiación** que obliga a las empresas a optar por vías alternativas como ésta para financiar su crecimiento **aún asumiendo cierta penalización por el riesgo percibido en la periferia**.
 2. La oportuna intervención del BCE en verano de 2012 permitió eliminar, de momento, el riesgo de ruptura del euro, lo que, junto con la decidida política de compra de deuda pública, ha logrado reducir significativamente la rentabilidad de la deuda pública española, haciendo aún más atractiva la deuda privada de las empresas. En la comparativa de rentabilidades con otras opciones de inversión en renta fija, la rentabilidad media estimada por axesor para el futuro MARF aparece claramente ganadora, con un rendimiento medio esperado del 6,86%, frente a los rendimientos medios observados a 5 años de la deuda pública (2,84%), la renta fija emitida en AIAF (2,75%), los fondos de inversión en renta fija (1,98%) o los planes de pensiones materializados en renta fija (1,95%). Para la categoría de rating BB, que se prevé que sea la más habitual y para emisiones hasta cinco años, las rentabilidades estimadas por Axesor se sitúan entre el 4% y el 8%. Por último, **la mayor estabilidad** de la prima de riesgo unida al entorno bajista de tipos de interés marcado por el BCE **hace prever que los tipos de interés de la deuda pública se mantengan o reduzcan**, haciendo aún más atractiva la inversión en el MARF.
 3. A pesar de la menor incertidumbre que sobrevuela el país, las expectativas y los grandes movimientos de capital siguen influyendo sustancialmente en las rentabilidades ofrecidas, previéndose una penalización de los costes de emisión en un primer momento por la desconfianza inicial de los inversores, la menor liquidez del mismo y la falta de consolidación del mercado.
- En lo que se refiere al **riesgo**, su reducido nivel en relación a la rentabilidad esperada de estos activos se explica a partir de:



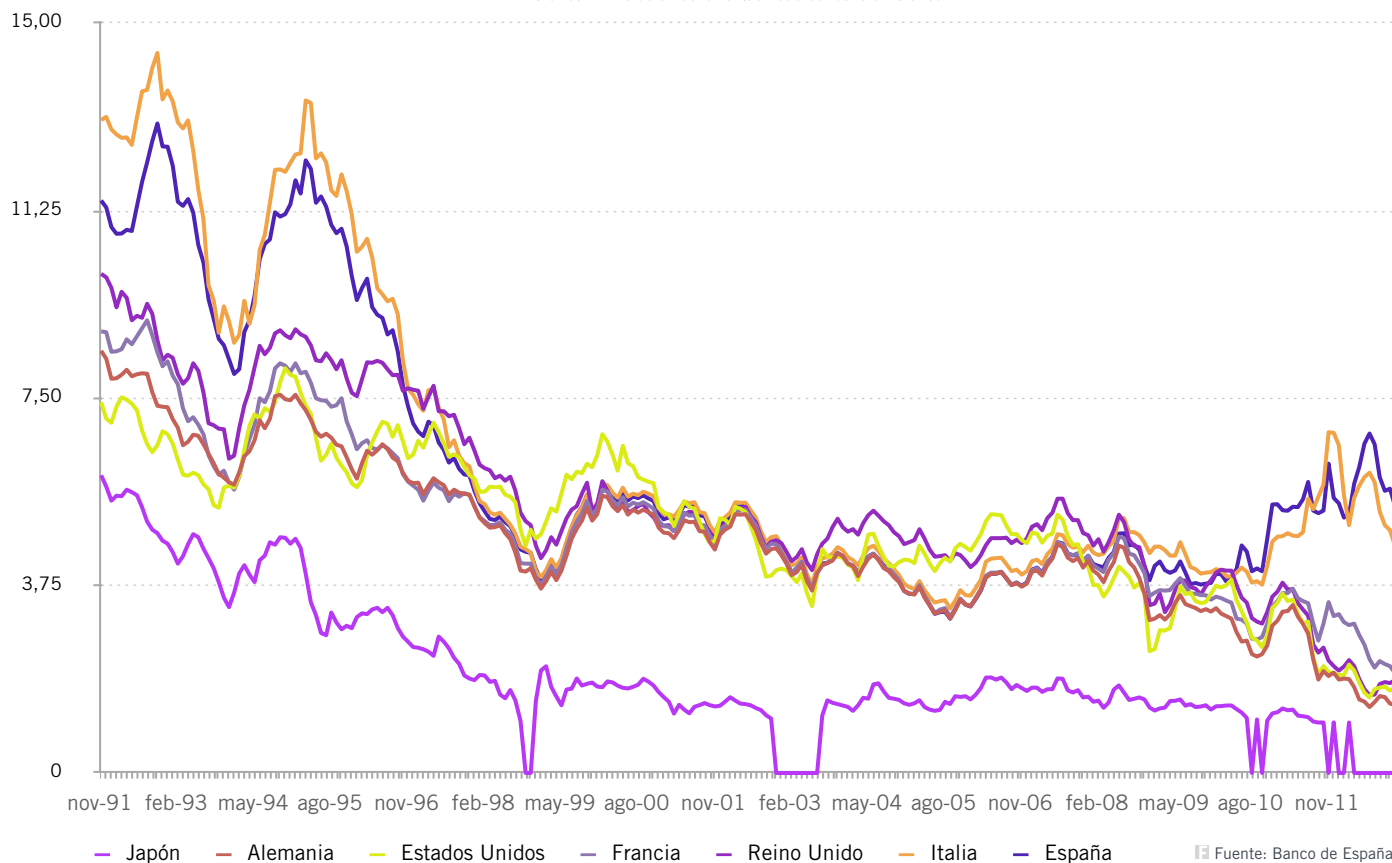
1. La **calidad crediticia de las empresas** emisoras o potencialmente emisoras es muy alta, incluso para aquellas con peores ratings. Existe en la economía española un amplio grupo de empresas con capacidad para emitir deuda cuando esté finalizado el diseño del nuevo MARF con una **actividad muy diversificada** y cada vez menos dependiente de la coyuntura económica nacional. Se trata de empresas competitivas y necesitan financiación para seguir invirtiendo en los mercados exteriores, donde las posibilidades de obtener altos rendimientos sobre el capital invertido son sustancialmente más elevadas. Según un **estudio de potencialidad llevado a cabo por Axesor**, se prevé que **el 34% de las sociedades emisoras en el MARF se encuentre bajo la categoría de *investment grade*** (rating superior o igual a BBB), lo que se traduce en una **probabilidad de incumplimiento estimada inferior al 1%**, mientras que **el resto** se ubicaría en un rating de BB cuya probabilidad de default aproximada sería de un **2%**.
2. Estas compañías **estarían en disposición de afrontar la disciplina de un mayor endeudamiento dada su moderada exposición al riesgo y su adecuada gestión durante la crisis**. La austeridad de las medidas políticas y la necesidad de adaptar las estructuras a los actuales niveles de negocio **han hecho a las empresas españolas más eficientes, sólidas y rentables, dándose una excelente coyuntura para los inversores: bajo riesgo y alta rentabilidad** a causa de la penalización que infiere la pertenencia a España.
3. Los costes de financiación vía valores - aproximados por las primas de los **Credit Default Swaps (CDS)** - se han situado alrededor de los 200 puntos básicos en abril, frente a los 600 que llegaron a alcanzar en el verano de 2012. No obstante, tanto para las instituciones financieras como para las sociedades no financieras españolas permanecen significativamente por encima de los tipos observados para el conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM), siendo mayor su atractivo en términos de rentabilidad.
4. Por lo que se refiere a la **inversión extranjera directa (IED) recibida por las empresas españolas**, es especialmente destacable el hecho

de que la economía española, pese a estar situada en el epicentro de la mayor crisis financiera y económica global, fue capaz de atraer más inversión directa en el periodo 2008-2012 que en el quinquenio anterior de fuerte crecimiento económico (2003 – 2007). Algo muy a tener en cuenta, dado que **las inversiones en cartera no sólo dependen de los diferenciales de rentabilidad, sino también de las expectativas de crecimiento de las empresas de un país, que permite reducir su riesgo de crédito**. El atractivo inversor de la economía española en los últimos años muestra la confianza de los inversores en la capacidad de crecimiento la economía española y la reducción lograda en los costes laborales unitarios en un esfuerzo titánico de las empresas por ser más productivas.

Los rangos estimados por Axesor de rentabilidad y riesgo quedan sujetos a las variaciones futuras que experimente el coste de financiación del Estado español en los mercados en un entorno macroeconómico muy complejo, la demanda de los inversores, la liquidez del mercado y el diseño y posterior consolidación del propio MARF, donde las ventajas fiscales pueden ser de gran importancia tanto para emisores como para inversores.

Nos encontramos por tanto ante una atípica situación donde se combina el “lastre” de una economía deteriorada junto con la solidez de compañías solventes, saneadas, con máximos de productividad y con capacidad de asumir nuevo endeudamiento y ofrecer una alta retribución a los inversores con el fin de superar el coste de oportunidad que supone el no poder llevar sus proyectos a cabo por falta de capital. El MARF por tanto agrupará inversiones seguras pero con rentabilidades superiores a la media europea por lo motivos expuestos. El futuro mercado se posiciona como una **oportunidad muy atractiva a la inversión así como una esperada vía de captación de fondos para las empresas españolas.**

Gráfico 1. Evolución de la rentabilidad del bono a 10 años.



2. Introducción.

Lo único que importa a medio y largo plazo es la productividad. Para elevar la productividad de la economía española es necesario que las empresas cuenten con financiación para poder abordar inversiones rentables. Durante el boom español hubo muchas empresas españolas que se endeudaron, no para consumir más, sino para expandirse dentro y fuera de España y lograron ser más productivas gracias a las inversiones en procesos, productos, tecnología e investigación. Otras muchas se endeudaron para invertir en proyectos de dudosa rentabilidad, dejando un legado de deuda y morosidad que penalizan al conjunto de la economía.

Una de las claves que servirá para empujar a la economía española fuera de la recesión es el crecimiento de la productividad de las empresas. Si la productividad aumenta, éstas podrán competir en el mercado global, crearán empleo y podrán pagar sus deudas más fácilmente. Se hace necesario, por tanto, combinar **la necesidad de financiación** de muchas empresas, ante la ausencia de crédito bancario, para abordar inversiones rentables dentro y fuera de España, con la **oportunidad que puede significar para el inversor** institucional, nacional y extranjero, en términos de elevada rentabilidad y bajo riesgo, la existencia de un mercado correctamente diseñado para comprar y vender activos de deuda corporativa del middle market español.

El **Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)** puede convertirse en un **elemento catalizador** de la necesidad de financiación de las empresas y la oportunidad de obtener buenas rentabilidades en títulos de empresas con elevada calidad crediticia. En un mundo de históricamente bajas rentabilidades, la deuda emitida por empresas españolas solventes puede ser un activo muy atractivo en la búsqueda internacional por la rentabilidad (search for yield).

El objetivo del presente informe es destacar las peculiaridades y atractivo de la renta fija corporativa española así como enfatizar la necesidad que tienen las empresas y la oportunidad que puede significar para los inversores el contar con un mercado alternativo de compra y venta de deuda para el middle market español, dado que existe un grupo de

empresas de tamaño medio y grande muy competitivas y que, por las particulares circunstancias macroeconómicas y financieras de la economía española, afrontan problemas de financiación que puede poner en peligro su competitividad, sus inversiones y la creación de empleo.

Seguiremos el siguiente **guión**. En primer lugar, se describe el entorno macroeconómico actual, prestando especial interés a la política monetaria de los principales bancos centrales del mundo. Veremos que 2012 y el primer trimestre de 2013 se han caracterizado por una búsqueda continua de rentabilidad por parte de los inversores asumiendo mayores riesgos, especialmente desde que el riesgo de convertibilidad del euro se redujo con la intervención del BCE, a través de las declaraciones de su presidente, en el verano de 2012. Todo ello ha favorecido las emisiones de deuda corporativa, que se encuentran en máximos a nivel global tanto en el segmento de grado inversor como en el segmento de alto rendimiento. Una tendencia que afecta no sólo a las economías desarrolladas sino también las economías emergentes.

En segundo lugar, profundizaremos en la evolución seguida por la inversión extranjera directa (IED) en España, variable que sorprende por su fortaleza en medio una crisis económica y financiera sin precedentes, y que es un indicativo inequívoco del atractivo y el interés que despiertan las empresas españolas en el exterior. Destacaremos, igualmente, la importancia de la inversión española en el exterior para el crecimiento de la productividad, la creación de empleo y la diversificación del riesgo empresarial. Muchas inversiones altamente rentables podrían perderse por falta de financiación para llevarse a cabo dada la brutal restricción de crédito a la que están sometidas las empresas. Alternativas de financiación vía directa a través del mercado se apuntan como solución.

En tercer lugar, subrayaremos la importancia de la renta fija española como alternativa de inversión, los potenciales inversores y las favorables perspectivas que presenta. Como caso de éxito reciente abordaremos el balance positivo que presenta, desde su puesta en marcha en 2010, el mercado alternativo alemán de deuda corporativa.

Finalmente, profundizaremos en las enormes posibilidades del nuevo mercado alternativo de renta fija corporativa (MARF) para inversores

Gráfico 2. Tipos de interés en el mercado secundario.



Fuente: BCE, Fed, Banco de Japón y Banco de Inglaterra

institucionales, cuya creación y apertura está prevista en los próximos meses. En el análisis se incluye una matriz de rentabilidades previstas de acuerdo a un rango estimado de rentabilidad y riesgo.

3. El entorno macroeconómico alienta el movimiento de capitales hacia la deuda privada.

Los mercados financieros internacionales viven atrapados en unas circunstancias nuevas y anómalas. Una de las tendencias recogida y observada en los datos es el crecimiento del interés por la renta fija corporativa, tanto en el segmento *investment grade* como en el segmento *high yield*. Entre los principales factores explicativos se encuentran el desapalancamiento del sector financiero, la pérdida de acceso al mercado de dicho sector y la más estricta regulación bancaria.

En el nuevo escenario financiero global, la posición de las empresas española y de la renta fija corporativa española puede resultar muy atractiva desde el punto de vista de la rentabilidad y por su bajo riesgo, especialmente en el segmento de alto rendimiento, dadas las históricamente reducidas rentabilidades de la renta fija pública y privada a nivel internacional.

El gráfico 1 muestra muy claramente como el coste de financiación de los Estados ha dejado de contar con el grado de homogeneidad existente antes de la crisis económica y financiera de 2008-2009. La rentabilidad del bono a 10 años se ha dividido entre aquellos Estados cuyos bonos aparecen como activos “refugio” (caso del bono japonés, alemán o estadounidense), aquellos que ofrecen una rentabilidad intermedia (caso del bono francés y británico) y aquellos que, dada la reducción de la calificación crediticia sufrida ante su mayor probabilidad de impago, ofrecen una rentabilidad para el inversor (coste para el Estado emisor), muy superior.

Es obligado añadir que parte de la fuerte subida en las primas de riesgo española e italiana acontecida en el verano de 2012 fue debida al riesgo de convertibilidad del euro. Las reducciones observadas desde entonces

hasta la actualidad sitúan las rentabilidades de ambos bonos en niveles más acordes con su situación macroeconómica y financiera real, y en ellas ha tenido mucho que ver la intervención del Banco Central Europeo (BCE). No debemos olvidar que la evolución de calidad crediticia soberana condiciona el coste de financiación de las empresas del país, razón por la que la prima de riesgo adquiere una enorme importancia.

El gráfico 2 muestra la evolución de la rentabilidad del bono español a 10 años junto con las emisiones de renta fija corporativa a más de 2 años en el mercado secundario. Es fácil observar como la distancia entre ambas está alcanzando niveles máximos desde que dio comienzo el año 2013. La rentabilidad que ofrece la deuda pública en el mercado secundario está siendo superior a la que ofrece la renta fija corporativa de las principales empresas españolas. Está sucediendo además que algunas de las principales empresas españolas se están financiando a un coste inferior al que se financia el Estado español, lo que vendría a evidenciar que la financiación de las empresas puede depender menos de lo que se pensaba del riesgo soberano.

Pasamos a continuación a repasar lo sucedido recientemente en los mercados de renta fija mundiales para destacar las principales tendencias observadas y concluir el atractivo que el nuevo mercado de renta fija alternativa (MARF) español podría ofrecer.

3.1. Las emisiones brutas de renta fija de sociedades no financieras alcanzan un máximo histórico en 2012.

Desde el estallido de la crisis financiera se ha producido un deterioro de la capacidad de financiación del sector privado en la mayoría de las economías desarrolladas. Estas dificultades de financiación coinciden con una necesidad de desapalancamiento gradual de los bancos de numerosos países, las cuales afectan a las condiciones de acceso al crédito de los agentes y, en particular, a las sociedades no financieras (SNF). Bajo este marco financiero, la capacidad de los diferentes sectores para financiarse en los mercados de capitales, mediante la emisión de títulos de deuda o de renta variable, deviene fundamental para determinar el ritmo y el formato de salida de la crisis financiera.

2012 se ha caracterizado por una evolución muy heterogénea de los volúmenes emitidos según el país o el instrumento. En los periodos de mayor aversión al riesgo se colocaron emisiones consideradas como seguras, mientras que en periodos de mayor apetito por el riesgo, los inversores optaron por una estrategia de búsqueda de rentabilidades (*search for yield*), alimentada por un escenario macroeconómico caracterizado por tipos de interés oficiales históricamente bajos.

A continuación describiremos los principales rasgos de las emisiones en los mercados internacionales de las economías desarrolladas en 2012, principalmente en instrumentos de renta fija, aunque también se analizará, muy brevemente, la actividad emisora de los nuevos países emergentes. Dadas las peculiaridades de los distintos segmentos, se caracterizará la actividad por sectores (principalmente sector público, las SNF y los bancos). El análisis considera únicamente emisiones a un plazo mayor o igual a un año y medio de deuda no titulizada.

3.1.1. Principales características de las emisiones internacionales de deuda en 2012.

Las emisiones de renta fija en 2012 superaron ligeramente las de 2011. Su evolución a lo largo del año fue desigual, ya que estuvo marcada por las fluctuaciones de la aversión al riesgo. Así, mientras que el segundo trimestre experimentó una notable desaceleración tras un comienzo de año relativamente activo, la actividad emisora en el segundo semestre de 2012 adquirió un notable dinamismo, favorecido por la reducción de la probabilidad asignada por los mercados a la materialización de riesgos de cola (en especial, los relacionados con la crisis y posible ruptura de la moneda única).

La abundancia de liquidez global y los reducidos tipos de interés existentes en los principales países desarrollados tras las políticas monetarias expansivas descritas anteriormente, incentivaron la búsqueda de rentabilidades (*search for yield*) por parte de los inversores, que se orientaron fundamentalmente hacia las emisiones de instrumentos de renta fija. Además, el mantenimiento e, incluso, la intensificación de dichas políticas monetarias expansivas alimentaron las expectativas de continuidad del escenario de tipos bajos por un período prolongado, y reforzaron adicionalmente las dinámicas asociadas a la búsqueda de rentabilidades. De hecho, la falta de relación, percibida en el segundo semestre del año, entre la evolución económica y la financiera, demuestra lo dicho anteriormente, en la medida en que, a pesar de la rebaja de las perspectivas macroeconómicas, los mercados primarios de deuda se dinamizaron.

El fuerte crecimiento de la actividad emisora a principios de 2012 debido al efecto positivo

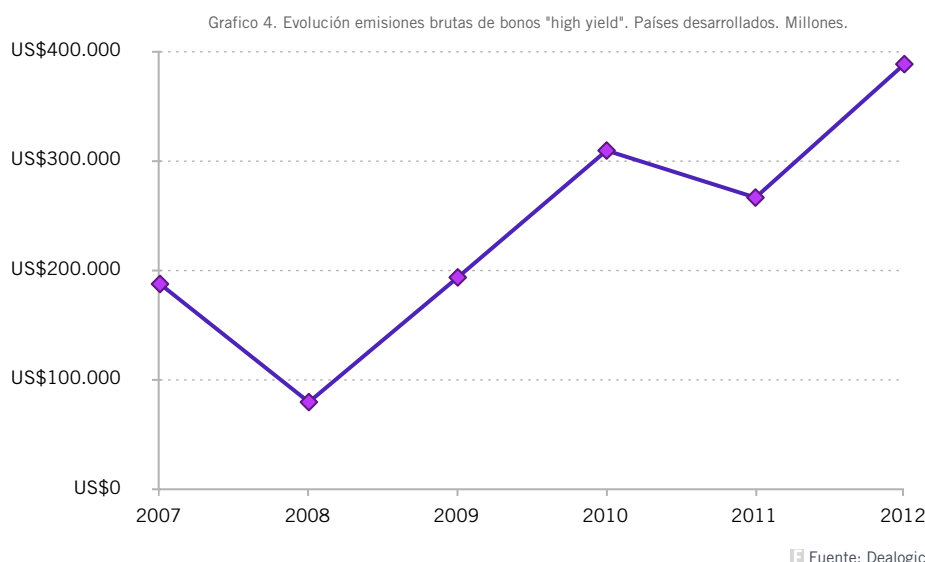
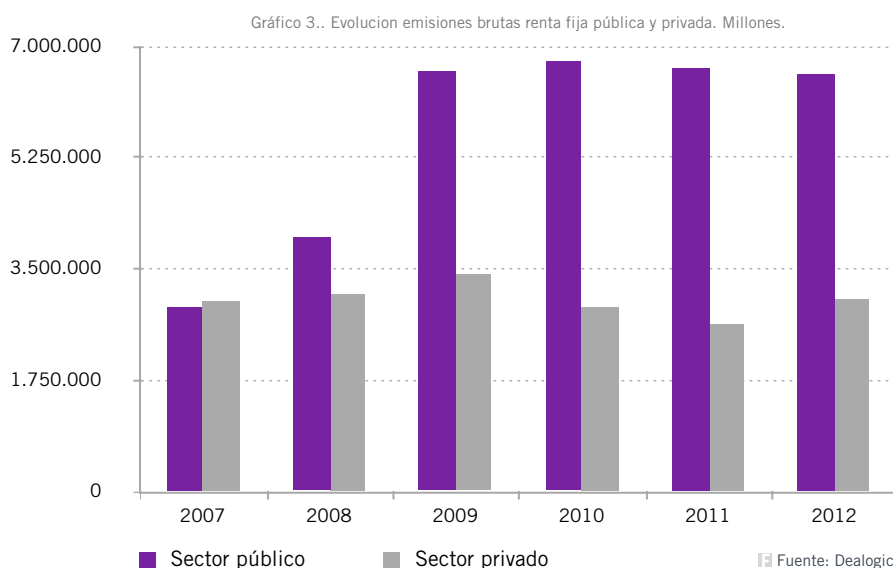
de la puesta en marcha de las dos subastas a 3 años LTRO (del inglés *Long-Term Refinancing Operations*) se ralentizó entre marzo y julio de 2012, al ir diluyéndose el efecto de las inyecciones de liquidez a largo plazo y al empeorar las perspectivas de crecimiento global. En efecto, las sucesivas revisiones a la baja de las previsiones de diversos organismos internacionales recogieron un desempeño macroeconómico inferior al esperado en economías clave como Estados Unidos, China o Brasil, además de en la zona euro.

Fue la segunda parte del año la que impulsó verdaderamente la actividad emisora de renta fija global a alcanzar un máximo histórico de emisión en el cómputo global de 2012. El discurso, a finales de julio, del presidente del BCE, Mario Draghi, en el que despejaba cualquier tipo de duda sobre el apoyo efectivo que dicha institución estaba dispuesta a proporcionar en la resolución de la crisis europea, junto con otras iniciativas anunciadas por las autoridades nacionales y europeas y el acuerdo sobre Grecia, cambió el discurrir de los acontecimientos. Desde ese momento, el apetito por el riesgo en los mercados globales aumentó, y se fue consolidando a medida que las

diferentes medidas se iban concretando por parte del Eurogrupo y del BCE. Este último anunció en agosto su programa de Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT) a través del cual el BCE podrá comprar deuda soberana de países con dificultades en los mercados secundarios, a cambio de una estricta condicionalidad. Asimismo, los avances alcanzados en la última parte del año sobre la implantación del supervisor único europeo fueron recibidos muy positivamente por los inversores internacionales al percibir que Europa daba los pasos correctos para reducir la incertidumbre y los riesgos alrededor de la posible ruptura del euro (riesgos de cola).

Existen, no obstante, diferencias significativas en el comportamiento de las emisiones por sectores y por países. Mientras que las emisiones de deuda pública cayeron en 2012 un 1,3%, las emisiones de deuda privada aumentaron un 15,1%, tal y como recoge el **gráfico 3**.

El segmento que más destacó por el vigor de su crecimiento en 2012 fue el de la deuda corporativa, especialmente en bonos de alto rendimiento (*high yield*), como muestra el **gráfico 4**.



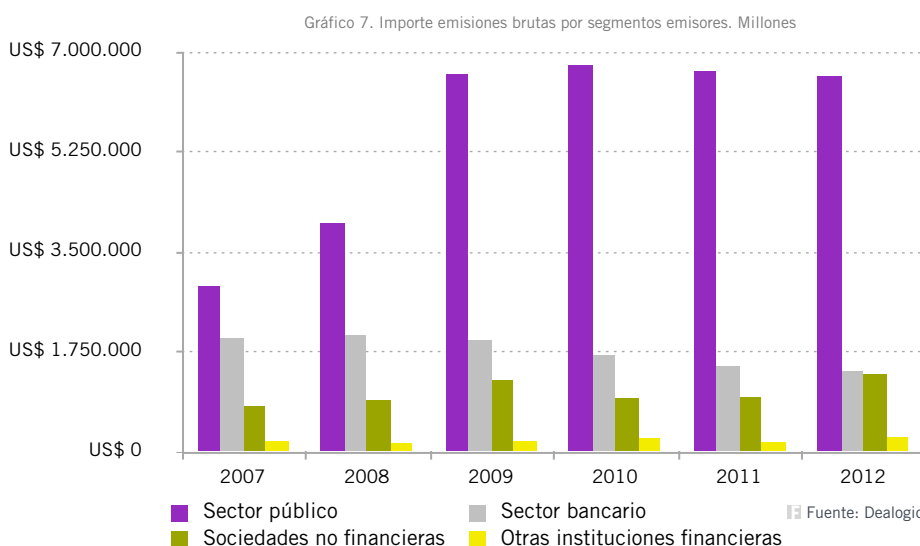
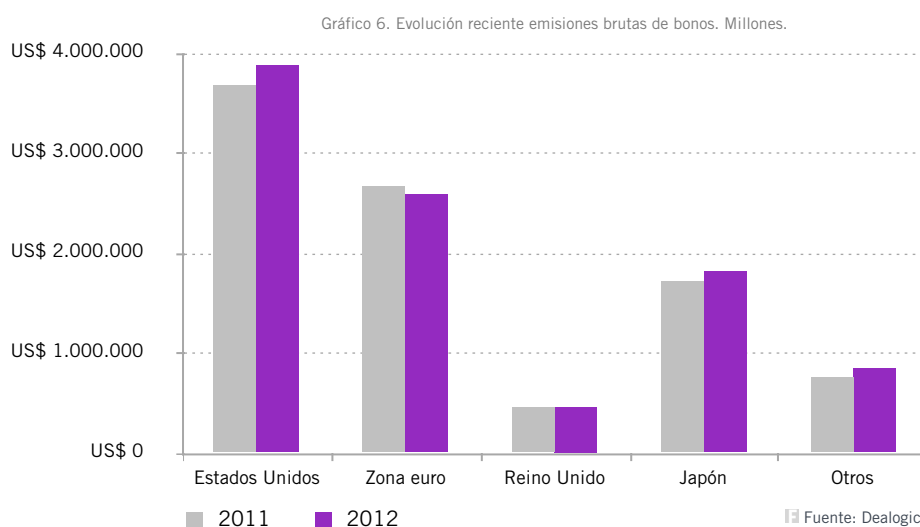
Por países, las economías emergentes mostraron un mayor dinamismo en sus emisiones de deuda, tanto soberana como privada, como se observa en el **gráfico 5**. Estas diferencias por segmentos y países tienen su origen en la búsqueda de la rentabilidad por parte de los inversores internacionales, especialmente en la segunda mitad del año, que ha favorecido a segmentos clasificados como de riesgo elevado (como por ejemplo, la deuda en bonos de alto rendimiento), en detrimento de activos considerados tradicionalmente como seguros. Así, si antes de la crisis financiera internacional y con tipos de interés más altos en el mundo desarrollado las emisiones brutas de bonos de alto rendimiento de economías desarrolladas y de economías emergentes no alcanzaban los 200.000 millones de dólares ninguna de ambas, en 2012 duplicaron esa cifra alcanzando las emisiones brutas de bonos *high yield* de economías desarrolladas los 389.000 millones de dólares y las emisiones brutas soberanas emergentes los 410.000 millones de dólares.

Resulta destacable el hecho de que en las economías emergentes el dinamismo fue incluso mayor que en las desarrolladas. Así, en 2012 las emisiones provenientes de economías emergentes aumentaron en un 52% respecto a las de 2011, hasta alcanzar los 418.000 millones de dólares. Esta cifra, todavía muy inferior al volumen total de las economías desarrolladas, supera su máximo histórico anual registrado en 2010 en más de 100.000 millones de dólares. Por región, las mayores colocaciones se produjeron en Asia, con más de 140.000 millones. Por sectores, los bancos (en especial, los asiáticos), fueron las empresas más beneficiadas por la búsqueda de rentabilidades, sobre todo en el segundo semestre del año, copando el 26% del total emitido en los países emergentes. Por *rating*, y a diferencia de las economías desarrolladas, esta recuperación se apoyó en las empresas mejor calificadas. De hecho, el *rating* medio de las operaciones en 2012 se situó en BBB+, es decir, un escalón por encima del promedio de 2011. Por denominación de deuda, se produjo cierta ralentización en las emisiones en moneda local en relación con las denominadas en moneda extranjera. En este sentido, no debemos olvidar que una elevada exposición al tipo de cambio extranjero en la composición de la deuda puede empeorar rápidamente la posición de sostenibilidad en periodos de turbulencia financiera, en los que se producen problemas de acceso a los mercados externos y movimientos bruscos en los mercados cambiarios y de deuda, como puso bien de manifiesto la crisis del sudeste asiático a finales de los años 90.

En 2012, el total de emisiones de las economías desarrolladas en renta fija aumentó un 3%, hasta alcanzar los 9,5 billones de dólares. Por países, este incremento fue

prácticamente generalizado, siendo Japón y Estados Unidos las economías más activas en emisiones, mientras que en la zona del euro disminuyeron ligeramente. En efecto, la mayor proporción de emisiones de 2012 volvió a concentrarse en Estados Unidos (40%) del total, seguida del área euro (27%), Japón (19%) y el Reino Unido (5%). El **gráfico 6** recoge la evolución reciente y el peso de cada segmento en cada región del mundo:

Por sectores, el sector público se mantuvo como el mayor emisor de deuda en las economías desarrolladas (68% del volumen total), con unas emisiones próximas a las de 2011, y que superaron ligeramente los 6,5 billones de dólares, como muestra el **gráfico 7**, siendo Japón el país desarrollado donde más aumentaron (un 5%). Esta preponderancia de las emisiones del sector público viene repitiéndose desde el inicio de la crisis.



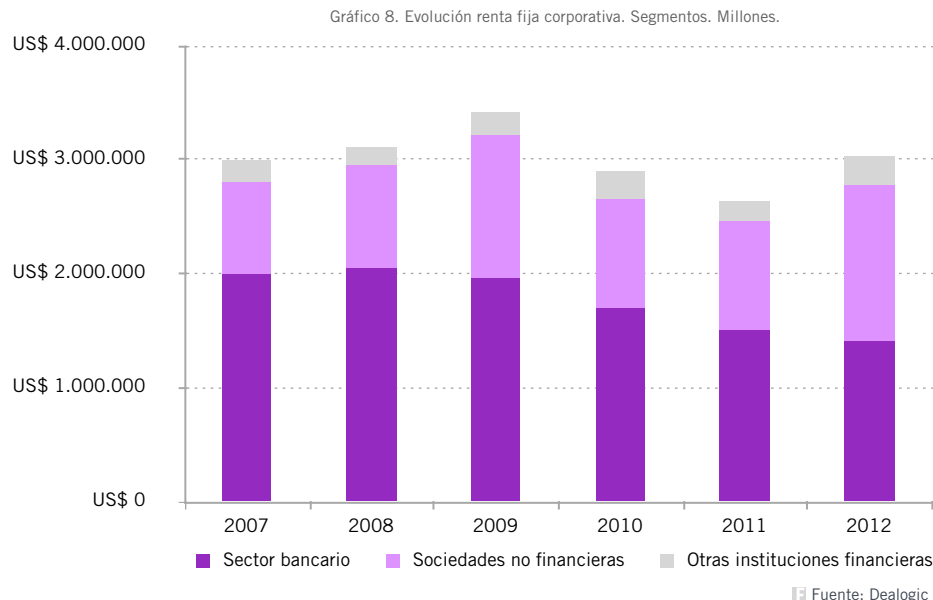
Dentro del sector privado, los bancos, por su parte y tal como refleja el **gráfico 8**, disminuyeron su volumen de emisión en los mercados internacionales con respecto al emitido en 2011, lo que podría venir explicado, por un lado, por unas menores necesidades de financiación de la banca en el actual proceso de desapalancamiento de sus balances y, por otro lado, por la persistencia de dificultades para financiarse, dados sus mayores costes. Por su parte, el sector que en 2012 destacó por su crecimiento por encima del resto fue el de la deuda de las sociedades no financieras (SNF), que aumentó un 42% respecto a 2011, alcanzando los 1,3 billones de dólares. Por último, la categoría de “otras instituciones financieras”, que incluye los SPV (del inglés, *Special Purpose Vehicle*), esto es, sociedades instrumentales así como aseguradoras, compañías de leasing, empresas de tarjetas de crédito y compañías de *private equity*, también registró un fuerte aumento.

Es especialmente destacable, como decíamos, la actividad emisora de las SNF. De hecho, el total emitido en 2012 por las SNF de las economías desarrolladas representa el máximo histórico de la serie. Además, en 2012, por vez primera las emisiones mundiales de deuda de las SNF prácticamente igualaron el volumen emitido por los bancos, como muestra el **gráfico 9**.

Este histórico giro en el peso de bancos y SNF en las emisiones de deuda globales fue generalizado por regiones, si bien fue aún más notable en el Reino Unido y en la zona euro, con sendos aumentos con respecto a 2011 del 70% y del 50%. En Estados Unidos las emisiones por parte de las SNF aumentaron un 37%.

Este comportamiento tan positivo de la renta fija corporativa se explica, por el lado de los demandantes de bonos, por la percepción de menores riesgos de cola sobre la economía global, que alentó la búsqueda de rentabilidades (*search for yield*) por parte de los inversores, tal y como sugiere el hecho de que la mayor actividad se produjera en la segunda mitad de 2012. Además, por el lado de la oferta de bonos, las sociedades no financieras buscaron fuentes alternativas al crédito bancario, ante las condiciones restrictivas de acceso a éste. Esta mayor búsqueda de financiación directa a través del mercado de las sociedades no financieras profundiza el proceso de desintermediación bancaria en aquellos países donde ya se venía produciendo con anterioridad a la crisis, como en Estados Unidos, con un modelo mucho menos dependiente de la financiación bancaria.

Atendiendo a la composición de las emisiones en renta fija corporativa, en 2012 las economías desarrolladas han aumentado la proporción de emisiones de alto rendimiento (*high yield*), en detrimento de las de grado de inversión (*investment grade*). Estas aumentaron un 46% respecto a 2011, alcanzando los



389.000 millones de dólares, por lo que representaron un 28% de las emisiones totales de las sociedades no financieras. Los elevados diferenciales de estos instrumentos con respecto a la deuda corporativa AAA (que en muchos casos es cercana a la propia deuda pública considerada como activo seguro) han propiciado su auge.

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

El progresivo desapalancamiento financiero al que se enfrenta el sector privado afecta espe-

cialmente a la banca. Este desarrollo está produciendo cambios graduales en la composición del pasivo, tendentes al uso de las fuentes de financiación más estables, tales como los bonos, los depósitos de minoristas o las emisiones en renta variable. El volumen emitido por el sector bancario de las economías desarrolladas se redujo en 2012 un 6% respecto a 2011, alcanzando los 1,4 billones de dólares, aunque hay diferencias importantes por país. Así mientras que en algunas economías desarrolladas la actividad descendió (especialmente en el Reino Unido y en la zona euro (-35% y -22% respecto a 2011, respectivamente), en Estados Unidos aumentó un 21% hasta casi 380.000 millones de dólares.

El primer trimestre de 2013 ha visto como ha continuado la tendencia de fuerte crecimiento de las emisiones de renta fija corporativa, especialmente en el segmento de deuda de alto rendimiento. El entorno de tipos bajos ha favorecido la demanda y el desarrollo del mercado *high yield* haciendo caer drásticamente las rentabilidades de los activos e impulsando su crecimiento.

3.2. La laxitud monetaria de los bancos centrales.

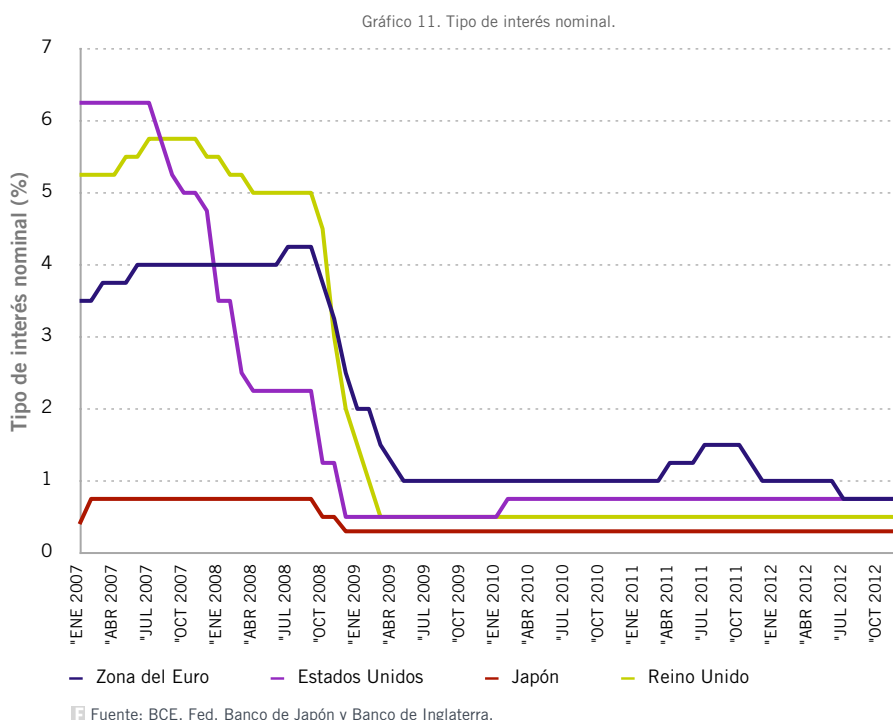
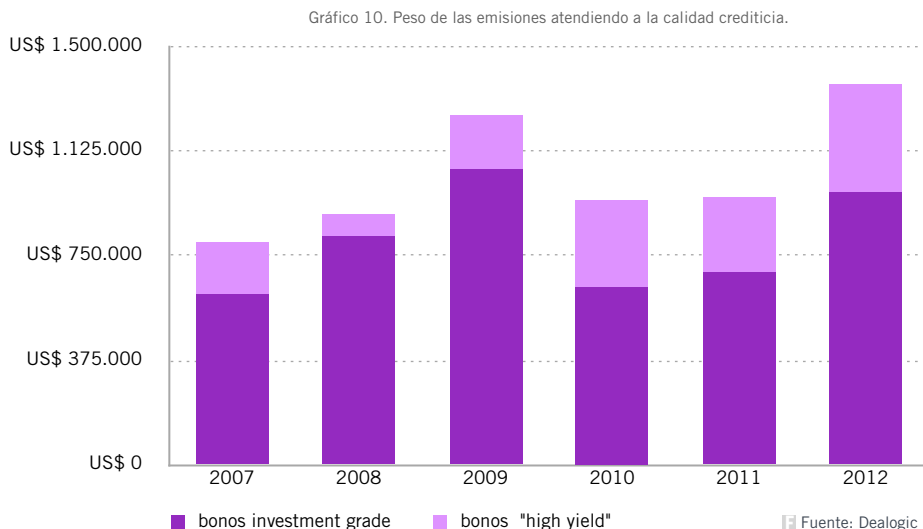
Existen dos razones fundamentales que explican, en parte, el crecimiento de las emisiones brutas de bonos corporativos de alto rendimiento y de bonos de economías emergentes:

1. La disposición a asumir más riesgos por parte de los inversores ávidos de rentabilidad.
2. La laxitud monetaria de los bancos centrales.

En el primer punto, acabamos de ver el papel tan importante que está jugando la búsqueda de rentabilidad en la elevada demanda que existe a favor de la renta corporativa *high yield* en los mercados de capitales internacionales. Existe la sensación, en gran parte del mundo financiero, de que desde el mayor compromiso adquirido por los gobiernos europeos para avanzar en el proceso de unión bancaria, el riesgo y la incertidumbre sobre el devenir de la economía mundial es menor, por lo que los inversores están dispuestos a asumir mayores riesgos para lograr una mayor rentabilidad.

Ahora bien, no sería absurdo obviar que gran parte de la demanda existente para este tipo de activos es artificial, fruto de las políticas monetarias históricamente laxas llevadas a cabo por los principales bancos centrales del mundo en aras a impulsar el crecimiento económico, especialmente la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos y el Banco de Japón. Antes de la crisis, la política monetaria tradicional consistía en usar el instrumento principal de la misma, el tipo de interés de referencia a muy corto plazo. La Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) realizaba operaciones de mercado abierto mediante la compra de deuda pública en el mercado secundario para influir en el tipo interbancario y acercarlo a dicha tasa de referencia. El Banco Central Europeo (BCE), por su parte, hacía lo propio mediante subastas de fondos a corto plazo. Y de este modo, ambos bancos centrales buscaban influir sobre una serie de metas intermedias (agregados monetarios y la curva de tipos de interés tanto en los mercados interbancarios como de deuda pública) para, en última instancia, alcanzar los objetivos últimos del banco central: empleo y/o precios. La economía mundial vivía bajo el que parecía ser el legado del buen hacer y conocimiento de los *policy-makers*: la Gran Moderación y el fin del ciclo económico. El riesgo y la incertidumbre eran bajos, lo que animaba las inversiones en renta variable por todo el mundo frente a la renta fija.

Tras la crisis, las circunstancias recientes distan mucho de ser normales. Para empezar, las tensiones financieras en el albor de la crisis truncaron el buen funcionamiento de los mercados de crédito, obligando a la mayoría de bancos centrales de las grandes economías avanzadas a desempeñar el papel de prestamista de última instancia e inyectar liquidez en el sistema bancario.



El papel de prestamista de última instancia se amplió mucho más allá de lo convencional, alcanzando límites insospechados tras el tremendo shock que supuso la quiebra de Lehman Brothers. El propósito fue reabrir los flujos de financiación en numerosas parcelas del sistema financiero. la circunstancia de que dicho sistema esté basado en los mercados de capitales en el caso de Estados Unidos, mientras que el de la eurozona está más centrado en los bancos, es la razón primera de que los programas de la Fed se dirigieran a intervenir directamente en los mercados y los del BCE a proporcionar liquidez a los bancos. Se ha acumulado una amplia evidencia empírica sobre el alto grado de eficacia de los distintos programas que la Fed llevó a cabo, entre otros el CPFF (para el mercado de papel comercial), el PDCF (para *primary dealers*), el MMIFF (para fondos monetarios) y el TALF (para el mercado de titulizaciones). Por su parte, el BCE también actuó con determinación y celeridad: modificó el procedimiento de suministro de liquidez a los bancos para hacerlo ilimitado,

extendiendo los plazos y relajando los requisitos de garantía. Estas actuaciones evitaron la debacle que hubiera supuesto una eventual cadena de colapsos de entidades, fruto del bloqueo de los mercados mayoristas y/o del pánico de los depositantes.

Por otra parte, la magnitud y duración de la crisis llevaron a los bancos centrales a situar el tipo de interés oficial en prácticamente cero, cerrando la posibilidad de mayores estímulos por esa vía y evidenciando las limitaciones de dicho instrumento como única herramienta de política monetaria. Es lo que se conoce como trampa de la liquidez, circunstancia en la que la política monetaria convencional pierde su capacidad para influir sobre el ciclo económico.

El gráfico 11 recoge dicho fenómeno económico. Una expansión de la oferta monetaria ya no afecta al tipo de interés nominal al ser la demanda de dinero totalmente elástica.

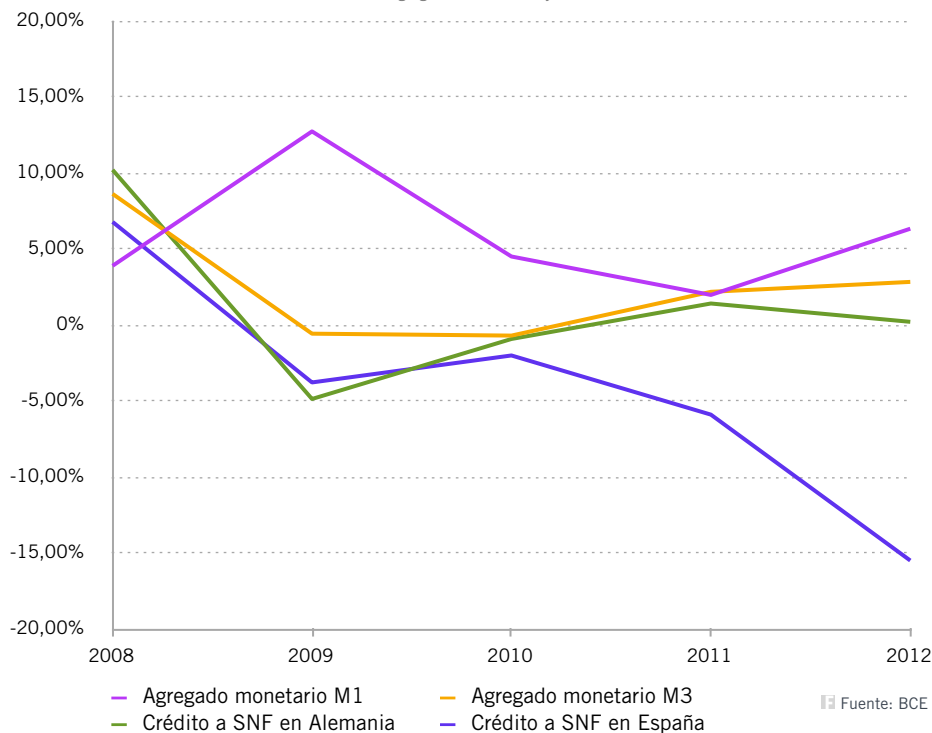
A dicha trampa hay que añadirle otro grave problema: la rotura del canal de transmisión entre los instrumentos operativos y las mencionadas metas intermedias. Ni las masivas inyecciones de liquidez ni la laxitud de la política monetaria han conseguido destrabar dicho canal debido, en gran medida, a la persistencia de la disfunción en los mercados de crédito. El gráfico 12 recoge la incapacidad de los agregados monetarios en la zona euro para evitar el credit crunch. Ello se atribuye, a su vez, a las dificultades del sistema financiero; la aversión al riesgo; unas expectativas económicas futuras excesivamente pesimistas; y a la necesidad del sector privado de desendeudarse, a lo que hay que añadir, en el caso europeo, el riesgo de convertibilidad. Sin una fluidez adecuada de dicho canal, las medidas de política monetaria dejan de influir lo suficiente sobre sus objetivos finales; explicando, en parte, por qué las contundentes rebajas del tipo de interés a corto plazo no han surtido un mayor impacto sobre la actividad económica.

Respecto a la compra, a niveles sin precedentes, por parte del banco central, de un amplio rango de activos financieros. Estados Unidos ya lleva tres rondas de lo que se ha rebautizado como «*Quantitative Easing*» (QE), adquiriendo deuda pública y privada por un valor superior a los 2,4 billones de dólares. El Banco de Inglaterra (BoE) también ha optado generosamente por el QE, con un desembolso acumulado en torno a los 375.000 millones de libras. El BCE, por su parte, lleva compra deuda pública y privada por un valor cercano a los 300.000 millones de euros.

Como resultado, el balance de los principales bancos centrales se ha expandido y modificado significativamente. En relación con su tamaño pre-crisis, el del Banco de Inglaterra ha sido el que más ha aumentado, más que triplicando sus activos. Le sigue la Reserva Federal, que los ha multiplicado por tres, mientras que el BCE los ha duplicado. Y si bien comparten su apuesta por los nuevos instrumentos, las actuaciones de dichos bancos centrales revelan, asimismo, diferencias significativas. En tanto que los dos primeros implantaron aceleradamente la política de QE, el BCE lo hizo de forma mucho más gradual y moderada, recurriendo, en un principio, a instrumentos de los que ya disponía incluso antes de la crisis.

La razón de ser de ambas estrategias anteriormente mencionadas (políticas de ampliación de balance y estrategias directas de inflación vía afectación del tipo de interés) al que habría que añadir las importantes políticas de comunicación, se apoya en el siguiente argumento: el tipo de interés que determina realmente las decisiones de gasto es el tipo de interés real (tipo nominal menos expectativas de inflación) a largo plazo. Por lo tanto, aun con el tipo de interés nominal a corto en cero, la política monetaria dispondría de margen

Gráfico 12. Evolución de los agregados monetarios y crédito a las sociedades no financieras.



para influir sobre la demanda agregada (y por ende, en precios y empleo) vía expectativas de inflación o vía tipo nominal a largo plazo. Un modo de lograr reducir el tipo de interés real es elevar las expectativas de inflación a través de una conducta marcadamente expansiva, comprometiéndose, de forma creíble, a mantener el tipo interés nominal bajo en el futuro, mediante el anuncio de un objetivo de inflación suficientemente elevado durante un periodo prolongado de tiempo, o bien, reforzando ese compromiso inflacionista (en un primer momento poco creíble), con una fuerte expansión del balance del banco central que, en cierta medida, le maniate, en el futuro. Esto es, la autoridad monetaria debe comprometerse a ser irresponsable y a resultar creíble.

Por otro lado, una mayor minuciosidad de comunicación pretende modificar las expectativas del mercado para que confíen en que las tasas de interés prevalecerán bajas durante un periodo prolongado, lo que ayuda a reducir los tipos de interés reales a largo plazo. A modo de ejemplo, cuando la Reserva Federal anunció en agosto de 2011 que mantendría los tipos oficiales bajos hasta mediados de 2013, el mercado reaccionó con una bajada de la rentabilidad de los bonos del Tesoro a diez años de 20 puntos básicos –un efecto equivalente al que hubiera resultado de una rebaja del tipo de interés de referencia de 75 puntos básicos.

La Reserva Federal ha ejecutado diversas rondas de compras de bonos del Tesoro y de las agencias hipotecarias, encaminadas a presionar al alza sus cotizaciones y esperando que el impacto alcista se transmita, a través de distintos canales, a los precios del resto de activos financieros (bonos corporativos, acciones, monedas extranjeras, etc.), promoviendo así la relajación de las condiciones financieras

para el conjunto de agentes económicos, lo que a su vez debería incidir favorablemente sobre la economía real. La evidencia empírica muestra que estos efectos se han producido. En concreto, se estima que la intervención de la Reserva Federal ha reducido las rentabilidades de la deuda a medio y largo plazo en un rango comprendido entre los 70 y los 150 puntos básicos. Si bien las estimaciones son estadísticamente significativas, hay que tener presente que existen otros factores que han presionado las rentabilidades a la baja –como la aversión al riesgo de los inversores– muy difíciles de controlar a la hora de realizar los cálculos. Estos análisis también ponen de manifiesto que se ha producido un contagio positivo hacia otros activos de riesgo, principalmente los bonos corporativos y los índices bursátiles.

Las recientes decisiones de política monetaria por parte del BCE se transmitieron con éxito a los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios de los países centrales de la UEM (Alemania, Francia, Holanda, Bélgica, Austria), así como al resto de mercados, logrando un descenso generalizado de los costes de financiación de las empresas y del Estado, tal y como muestra el gráfico 13. El gráfico muestra la impresionante fragmentación que ha sufrido la eurozona.

Por el contrario, en los países periféricos, incluido España, ese canal de transmisión de la política monetaria ha sido efectivo para rebajar el coste de financiación del Estado (4,28% a finales de abril, frente al 7% registrado puntualmente en el verano de 2012, como se observa en el gráfico 14 pero no en la financiación de las empresas, asfixiadas por la falta de financiación. Pese al descenso de más de 200 pb en el diferencial de rentabilidad frente a

Alemania, la prima de riesgo permanece por encima de los 300 pb, tal como ha venido haciendo durante todo el periodo reciente. Todo ello se recoge en el **gráfico 12**, donde se observa con gran claridad la impresionante fragmentación acontecida en la zona euro.

El nivel y evolución de la prima de riesgo condiciona también la disponibilidad y coste de la financiación ajena para los agentes privados. Desde los meses de junio-julio de 2012, el acceso de estos últimos a los mercados mayoristas también ha registrado una clara mejoría. No obstante, nuevamente aquí, los costes de financiación vía valores (aproximados por las primas de los CDS) permanecían significativamente por encima de los observados en el conjunto de la UEM.

La conclusión anterior se refuerza aún más cuando se analiza el coste de la financiación de los hogares y de las sociedades no financieras en España vía préstamos bancarios, que son la principal fuente de recursos ajenos para dichos agentes en nuestro país. La financiación para Pymes (préstamos concedidos a empresas por un valor inferior a 250.000 euros) se ha elevado 75pb por encima de tipos de interés medios aplicados en agosto de 2012.

Los factores explicativos de esta falta de traslación (o traslación incompleta) de los impulsos monetarios expansivos en nuestro país (así como en otros, afectados también por las tensiones financieras recientes) reflejan, lógicamente, la situación cíclica más desfavorable de la economía española, que justifica unas primas de riesgo algo más elevadas. Un indicio de ello es el hecho de que el comportamiento diferencial observado sea particularmente marcado en aquellas operaciones más arriesgadas (por tener una probabilidad de impago en general más elevada y no contar habitualmente con garantías), como son los préstamos al consumo y a las pymes. No obstante, las diferencias observadas son de una magnitud muy importante y difícilmente pueden justificarse exclusivamente por divergencias cíclicas. La crisis financiera ha desencadenado una fragmentación pronunciada del sistema financiero de la UEM que ha afectado singularmente a las entidades bancarias de los distintos países, cuyos costes de financiación han tendido a alinearse fuertemente con la evolución de los riesgos soberanos con relativa independencia de la situación individual de cada una de ellas. Esto se ha traducido en unos costes de financiación para los bancos (y, por tanto, para los agentes privados que estos financian) que resultan demasiado elevados para el tono de la política monetaria única en aquellas economías que, como la española, han sido más afectadas por las tensiones financieras, tal y como muestra el **gráfico 14**.

En definitiva, los inversores pueden encontrar en la renta fija corporativa española oportunidades de inversión muy atractivas por una

Gráfico 13. Fragmentación de la zona euro. Diferencias en la rentabilidad del bono a 10 años.

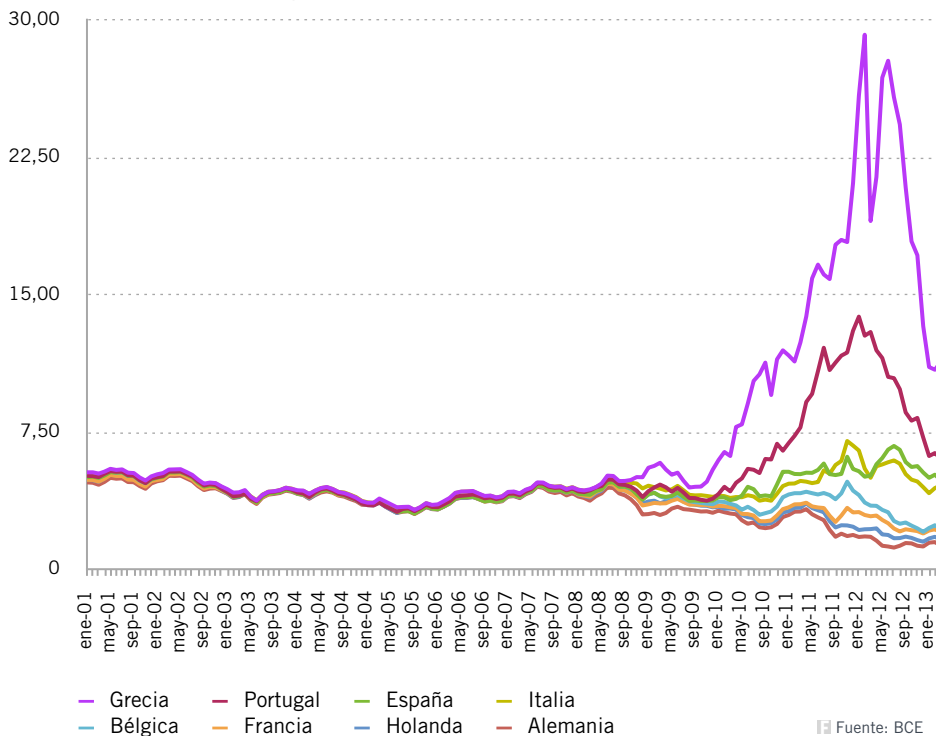


Gráfico 14. Evolución rentabilidad del Bono español a 10 años.

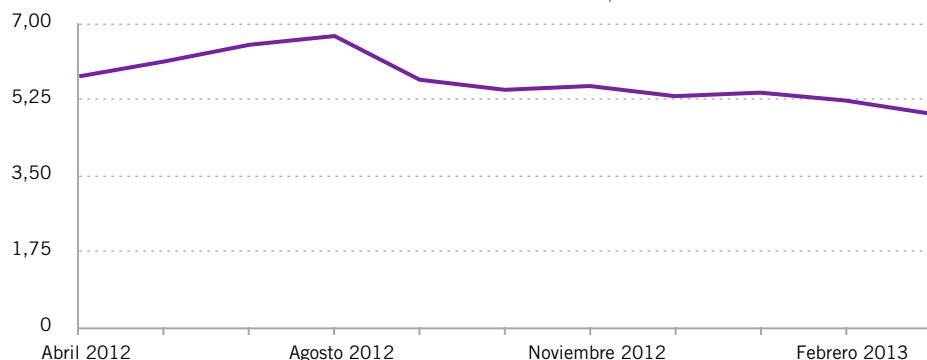
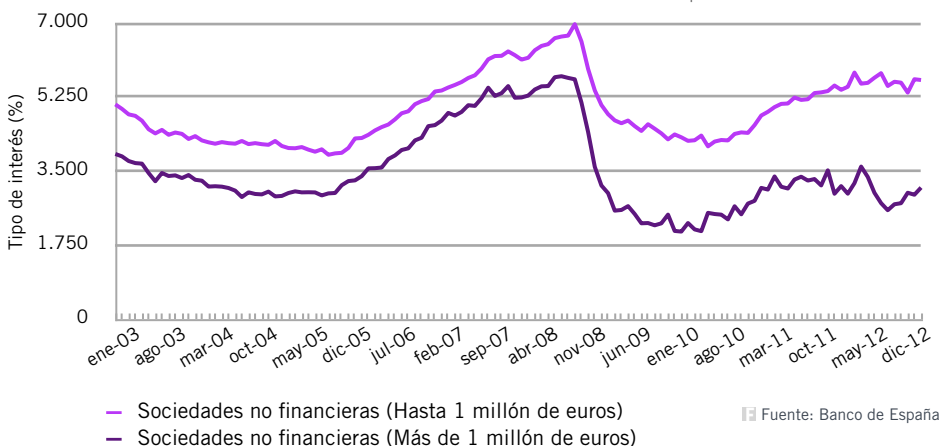


Gráfico 15. Encarecimiento de la financiación de las empresas.



elevada rentabilidad que no se corresponde con un riesgo tan alto como algunos indicadores podrían indicar, fruto de la importante fragmentación del sistema financiero de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

La reciente intervención del Banco de Japón, inyectando liquidez en un claro movimiento por poner fin a la deflación, devaluar el tipo de cambio y exportar el exceso de ahorro que encuentra reducidas oportunidades de inver-

sión en activos nacionales, activará aún más los mercados europeos de deuda. Los destinos más probables del ahorro japonés son, además de la deuda estadounidense, la alemana y la francesa, pero la demanda de deuda periférica, entre ella la española, también podría verse incrementada. Por último, la demanda de activos de renta fija corporativa también podría ser del interés de los inversores japoneses.

...se vuelve fundamental permitir que las empresas, primero, dispongan de financiación, y, segundo, lo hagan a tipos de interés razonables y más próximos a los tipos de interés a los que pueden financiarse las empresas del centro de Europa.



4. La confianza inversora regresa a la economía española.

Existen varios indicadores que permiten concluir que la confianza inversora ha vuelto a la economía española. El primero de ellos es el incremento en el peso de la deuda pública en manos de no residentes.

En efecto, el **gráfico 16** recoge el incremento del peso de la deuda pública en manos de no residentes de la segunda mitad de 2012, tras la continua caída en el peso de la deuda pública en poder de no residentes desde 2007, cuando llegó a superar el 50% del total de deuda en circulación. Se trata de otro indicador positivo de que vuelve la confianza a la economía española.

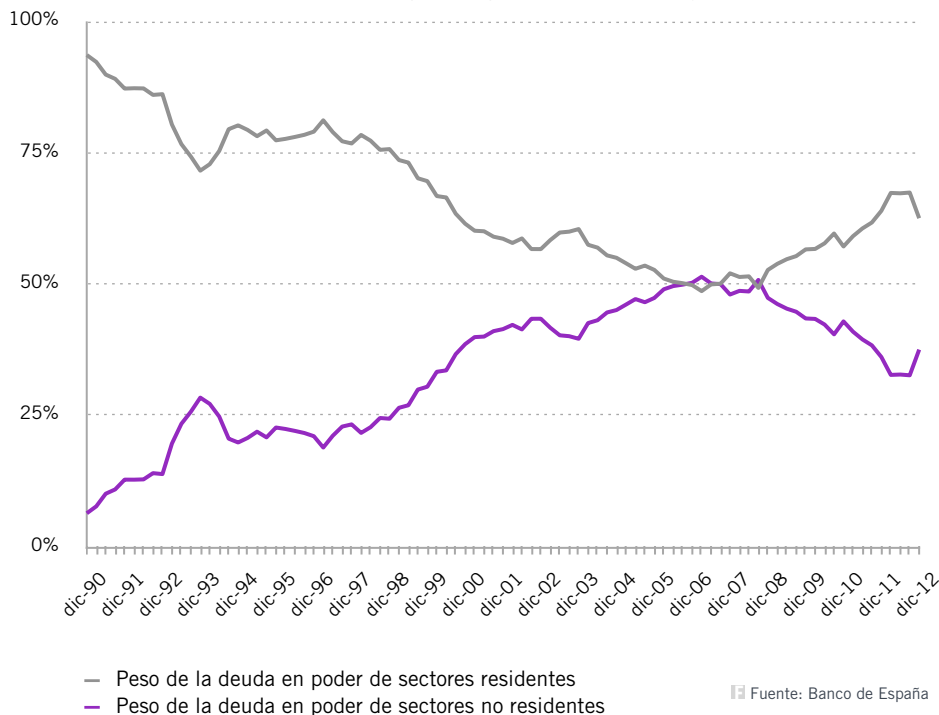
Más allá de la política monetaria descrita en el epígrafe anterior, que condiciona sin lugar a dudas la situación macroeconómica actual, y de una política fiscal muy contractiva, la economía española se enfrenta a un grave problema de crecimiento. Como recoge el **gráfico 17**, la sostenibilidad de la deuda pública española no es viable si se mantiene la actual diferencia entre el crecimiento del PIB nominal y el tipo de interés. El gráfico también permite observar que no se trata tanto de un problema de incremento en el coste de la financiación (que existe y se debe trabajar en aras a reducirlo) como de fuerte caída en la capacidad de crecer de la economía española.

El desglose de esa incapacidad de generar actividad, empleo y crecimiento económico se observa con más detalle en el **gráfico 18**. Se aprecia como en 2013 la tendencia es que se ralenticen o decrezcan las exportaciones, el consumo y la formación bruta de capital fijo o inversión. La salida de la crisis pasa por crear incentivos y mecanismos (entre ellos dotar a las empresas españolas de alternativas de financiación) que permitan romper este círculo vicioso de menor inversión, menor consumo, menor crecimiento, mayor desempleo, al que ahora, y dada nuestra enorme dependencia comercial con Europa, se añade la recesión prevista para la zona del euro en 2013 que forzará la ralentización en el crecimiento de nuestras exportaciones.

Ante este diagnóstico de ausencia de crecimiento económico y fuerte caída de la demanda interna para 2013, se vuelve fundamental permitir que las empresas, primero, dispongan de financiación, y, segundo, lo hagan a tipos de interés razonables y más próximos a los tipos de interés a los que pueden financiarse las empresas del centro de Europa.

Profundizamos, a continuación, en tres aspectos que nos parecen clave: la vuelta de capitales a la economía española, la fortaleza de la Inversión Extranjera Directa (IED) en medio de una recesión sin precedentes (principal muestra de la confianza en las empresas españolas, en su calidad crediticia y en la competitividad de la economía española) y, por último, el riesgo de que la inversión española en el exterior no se reactive por falta de capacidad financiera de las empresas españolas.

Gráfico 16. Peso de la deuda pública en poder de sectores residentes y no residentes.



Se aprecia como en 2013 la tendencia es que se ralenticen o decrezcan las exportaciones, el consumo y la formación bruta de capital fijo o inversión. La salida de la crisis pasa por crear incentivos y mecanismos (entre ellos dotar a las empresas españolas de alternativas de financiación) que permitan romper este círculo vicioso de menor inversión, menor consumo, menor crecimiento, mayor desempleo, al que ahora, y dada nuestra enorme dependencia comercial con Europa, se añade la recesión prevista para la zona del euro en 2013 que forzará la ralentización en el crecimiento de nuestras exportaciones.

Gráfico 17. Variación del PIB nominal y el tipo de interés del bono a 10 años.

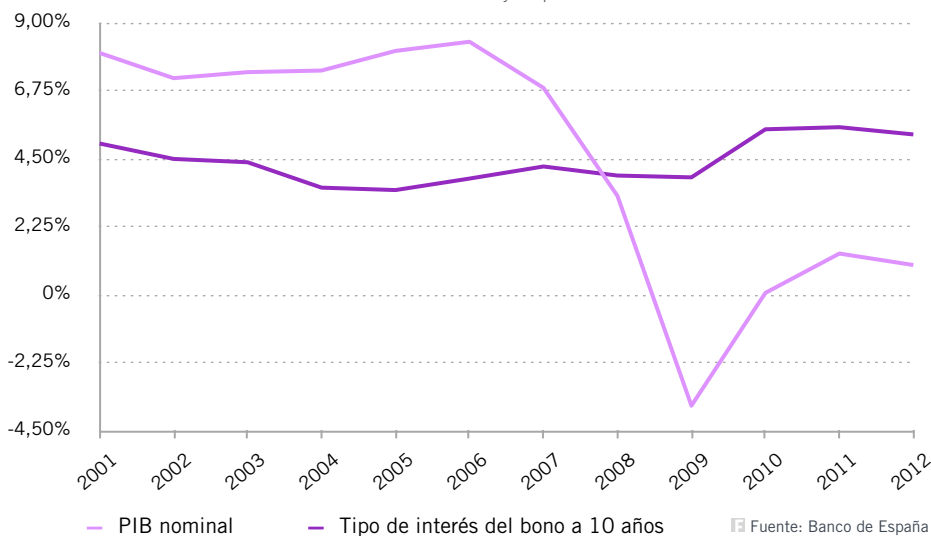
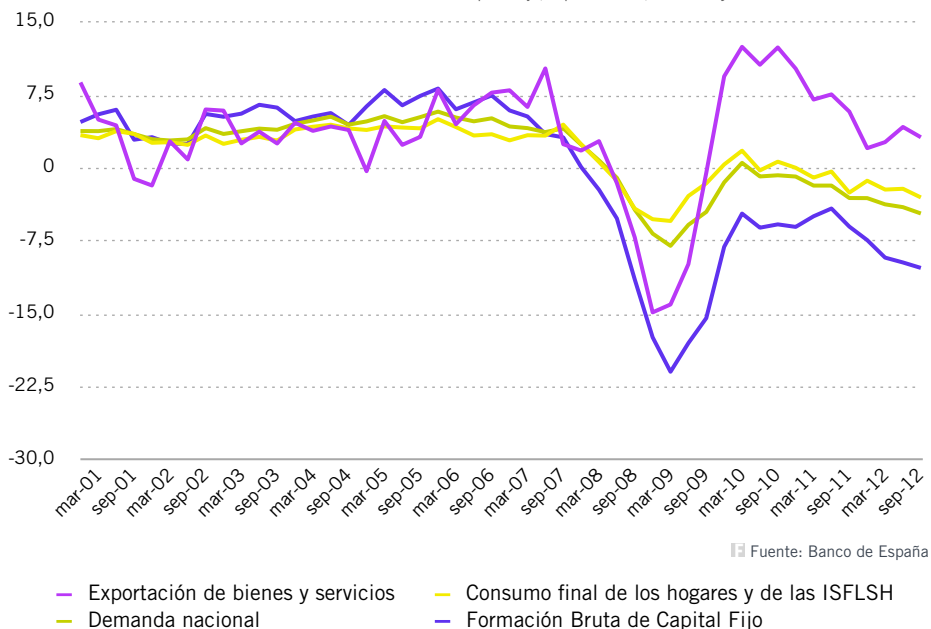


Gráfico 18. Variación de la Formación Bruta de Capital Fijo, exportaciones, consumo y demanda nacional.



4.1. España registra entradas netas de capital en los últimos seis meses.

La economía española, tras vivir la mayor huida de capitales de su historia, ha vuelto a encontrar la confianza de los inversores extranjeros. Como muestra el **gráfico 19**, en los últimos seis meses la entrada de capitales alcanza los 100.000 millones de euros, frente a la salida del periodo febrero-julio de 2012 en que salieron más de 200.000 millones de euros de España. Sólo la intervención del BCE evitó el colapso de la economía española.

El **gráfico 20** muestra más en detalle como la entrada de capitales es genérica aumentando tanto las inversiones directas, como las inversiones en cartera y la partida "otras inversiones" en el periodo agosto 2012 – enero 2013.

Finalmente, el **gráfico 21** permite observar con claridad la histórica salida de capitales que tuvo lugar en la economía española en 2012. También evidencia la capacidad de la economía española para volver a captar capital e inversiones del exterior, hecho fundamental para impulsar el crecimiento económico de la economía española.

4.2. España: país atractivo para invertir a pesar de una crisis de dimensiones históricas.

Las inversiones en cartera no sólo dependen de los diferenciales de rentabilidad entre activos de distintas regiones geográficas, sino también de las expectativas de crecimiento y de aumento de la competitividad de las empresas de un país, pues ello permite reducir su riesgo de crédito. En este sentido, un indicador idóneo para medir el sentimiento de los inversores hacia las posibilidades futuras de las empresas de un país es el volumen de inversión directa extranjera (IED) recibido por una nación.

Con el objetivo de conocer y medir el atractivo de España para la inversión extranjera directa, es necesario identificar y precisar los componentes y factores específicos de dicho atractivo para los inversores extranjeros.

De acuerdo a la Dirección General de Comercio e Inversiones, se trata de inversiones llevadas a cabo por no residentes que supongan lo siguiente:

- Participaciones en sociedades españolas no cotizadas
- Participación superior al 10% en sociedades españolas cotizadas
- Constitución o ampliación de dotación de sucursales de empresas extranjeras
- Otras formas de inversión en entidades o contratos registrados en España (fundaciones, cooperativas, agrupaciones de interés económico) en las que el capital invertido sea superior a 3.005.060,52€

Gráfico 19. Cuenta Financiera (VNP - VNA).

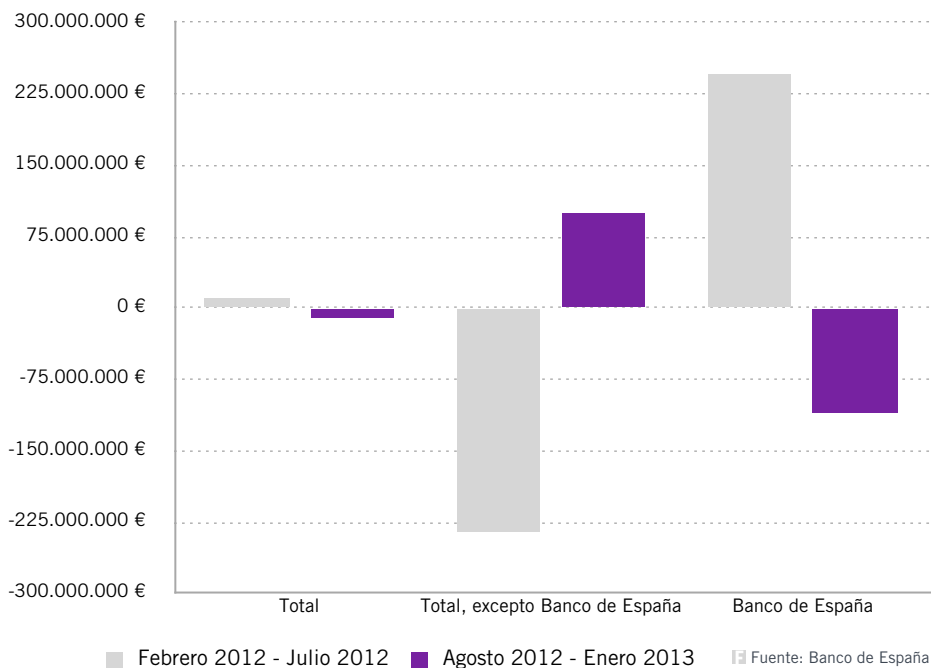


Gráfico 20. Detalle de la cuenta financiera, excepto Banco de España.

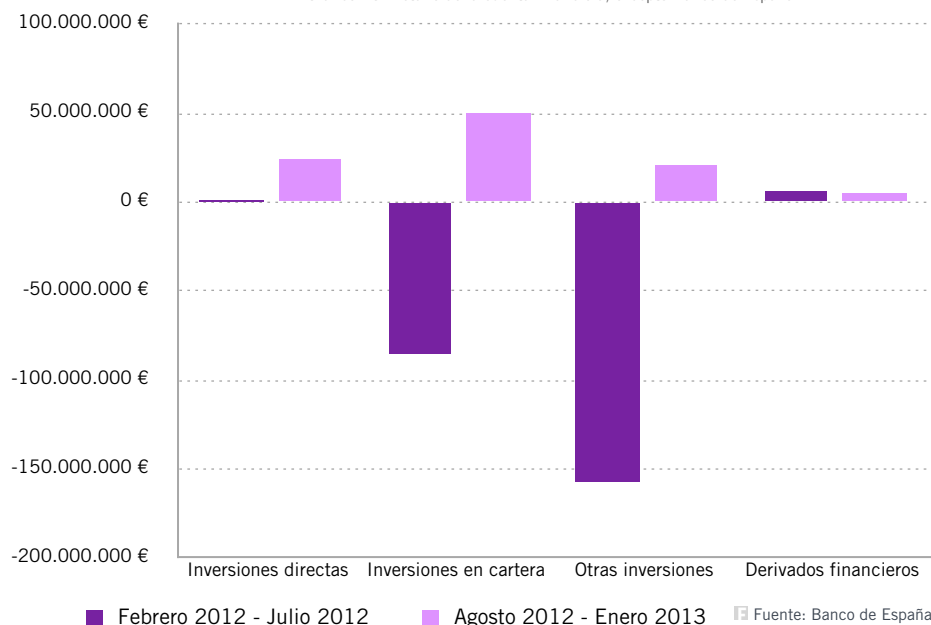
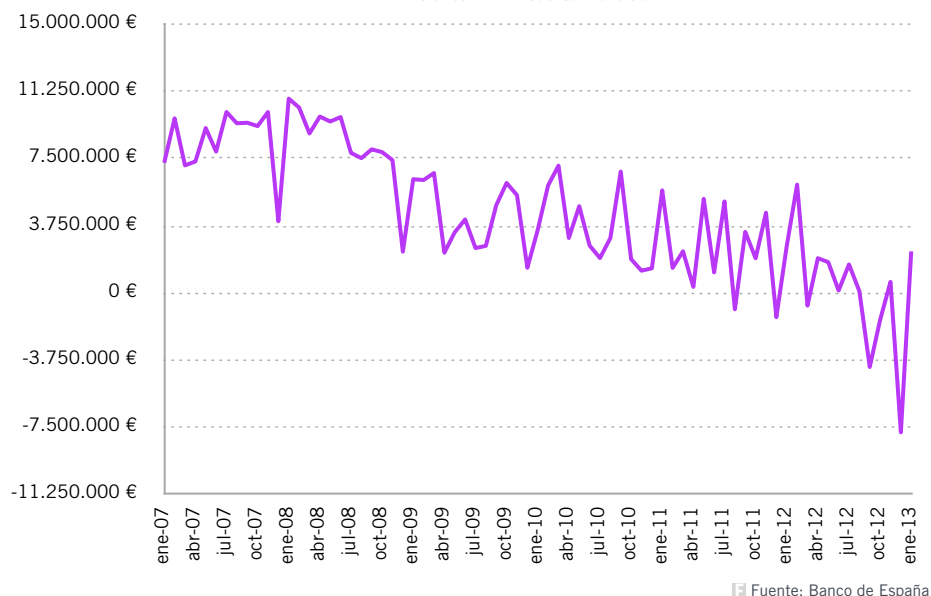


Gráfico 21. BP.Cuenta financiera.



La inversión extranjera directa (IED) representó el 12,8% del PIB acumulado entre 2008 y 2011, según datos de la Dirección General de Comercio e Inversiones. Tras exponer estas cifras, no hay duda del importante papel que la recepción de esta inversión juega en nuestro país.

Sin embargo, la grave situación por la que atraviesa la economía española junto con el elevado número de participantes que se están incorporando a esta carrera por atraer inversores alrededor del mundo suponen barreras y desafíos para nuestro país. Pues bien, a pesar de sufrir la mayor crisis económica y financiera de su historia en los últimos años, el periodo 2008 - 2012 ha conseguido atraer más capital que el quinquenio anterior, tal y como recoge el **gráfico 22**.

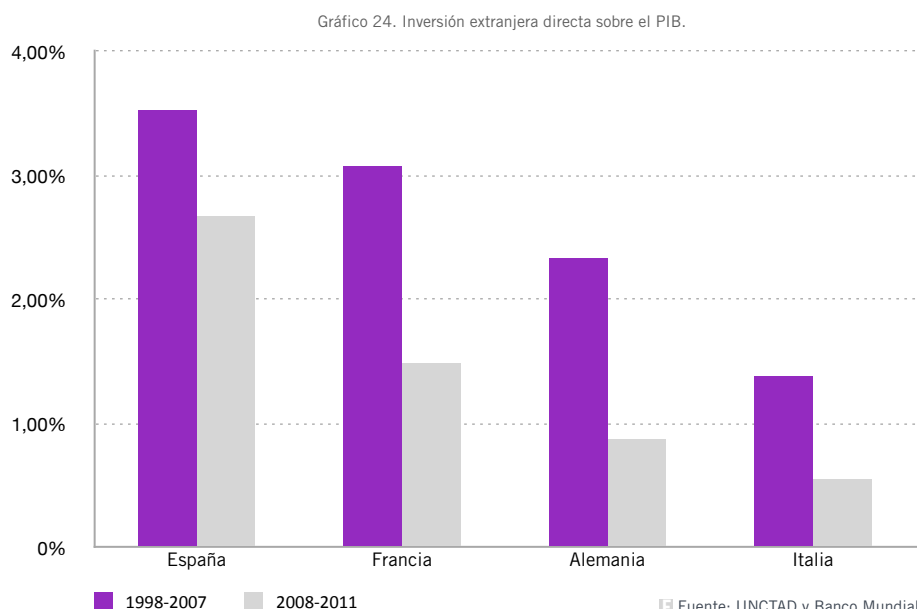
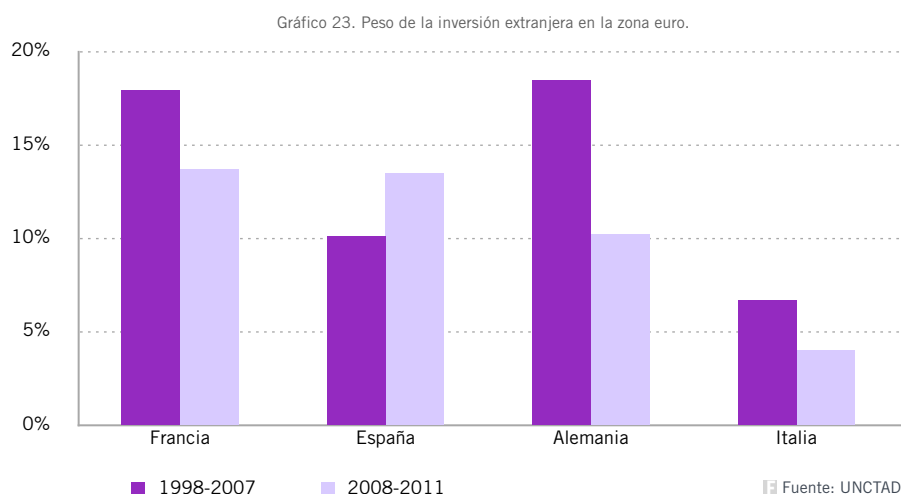
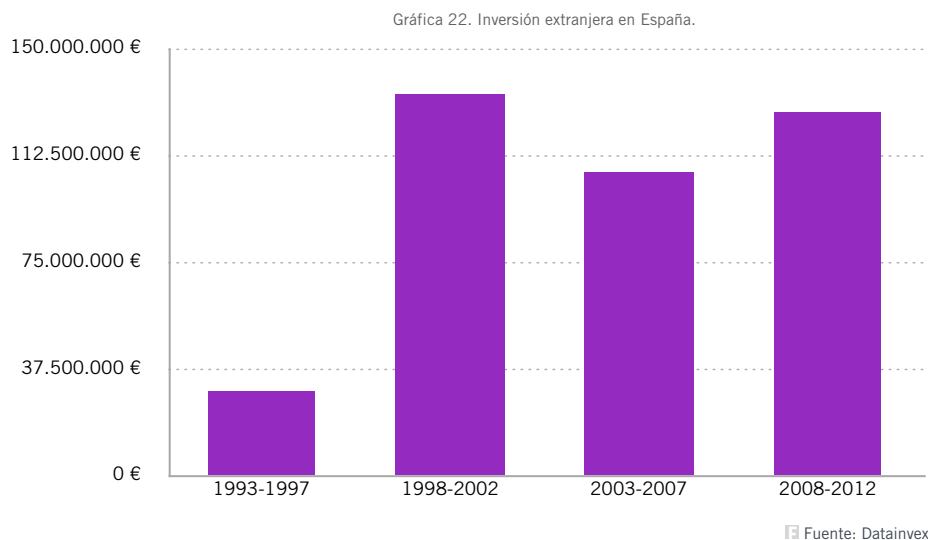
En efecto, esta situación no parece haber afectado a la inversión que España recibe, puesto que en los últimos cinco años la inversión recibida ha sido mayor que en el periodo anterior, pese a este turbulento contexto, lo que demuestra el potente atractivo, la confianza y el potencial de crecimiento de la economía española. En 2011, en plena crisis financiera, las empresas españolas son las que más inversión recibieron por parte de los fondos soberanos, por delante de cualquier otro país de Europa. “España Sociedad Anónima” se coloca así por delante de Francia, Reino Unido o Alemania. Como se observa en el **gráfico 23**, la economía española se sitúa a la cabeza de las economías europeas en volumen de inversión recibida en el periodo 2008 - 2011, casi al mismo nivel que Francia, y muy por encima de Alemania e Italia.

Ahora bien, cuando se pone en relación el volumen de inversión recibida con el tamaño de la economía española, las empresas españolas aparecen como líderes indiscutibles de las principales economías de la zona del euro en volumen de inversión extranjera recibida, alcanzado el 2,67% del PIB, casi el doble que la inversión en relación al PIB recibida por Francia en esos cuatro años y el triple que Alemania.

En Europa, España es, de hecho, el cuarto país del continente que más proyectos de inversión extranjera directa (IED) ha recibido a lo largo del año 2011, según la consultora Ernst & Young.

Los datos españoles, del Registro de Inversiones Exteriores del Ministerio de Economía y Competitividad, también ratifican esta tendencia, aunque más pronunciada: España recibió a lo largo del año 2011 un total de 28.400 millones de euros de inversión extranjera directa en participaciones de capital, lo que supone un 18,4% más que en 2010.

En el último quinquenio, pese a que se produjo una fuerte caída de la inversión española en el exterior, España siguió siendo un país emisor neto de inversión. De esta forma consigue



afianzar su posición como exportador neto de capitales en los últimos quince años.

No obstante, hay que mencionar la caída en la capacidad inversora por parte de las empresas españolas en 2012, al caer el importe un 59,74% en relación al año anterior.

Así pues, la economía española ha sido tradicionalmente receptora neta. Aunque, en

2012, por primera vez desde 1996, la inversión empresarial neta extranjera en España entró en negativo. En concreto, con un dato de -4.120 millones de euros de salida neta de inversiones en 2012. Una de las razones principales de estos malos datos es la imposibilidad de acceso al crédito por parte de la economía real.

Como se observa en el **gráfico 26**, la inversión neta presenta un patrón procíclico, con fuertes inversiones en el exterior en las épocas de bonanza y descensos más pronunciados en las etapas recesivas, como la actual.

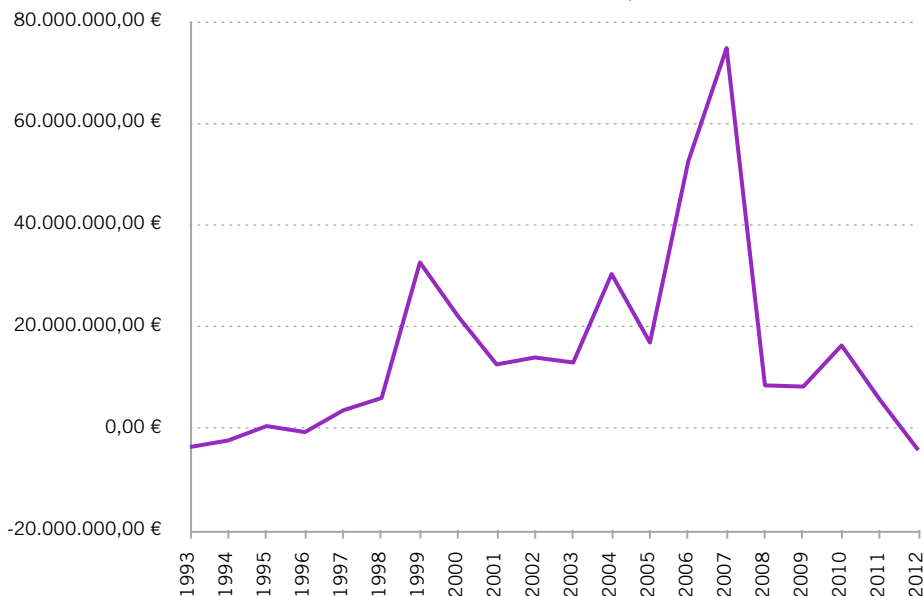
Durante el periodo analizado se identifican dos grandes periodos que abarcan, respectivamente, desde 1993 hasta 2008 y desde 2009 hasta la actualidad. Tras la crisis de 1993 comenzó la fase alcista de la inversión española en el exterior, teniendo su mayor culmen en 2007. La segunda etapa presenta pronunciadas caídas, desembocando en cifras negativas de inversión en el último año de la serie histórica.

Entre 2008 y 2011, España fue el tercer país receptor en inversión, con un 13,55% de la inversión total captada por la zona euro. Esta posición es incluso mejor que la que logró entre los años 1998 y 2007, donde obtuvo un 10,19% de la inversión, situándose como el quinto país en recepción de inversión de la zona euro.

Esto demuestra que pese a la crisis, España sigue siendo un país atractivo para los inversores. A continuación, se analizan las razones que lo explican:

1. Nuestro país puede presumir de contar con un entorno global favorable para los negocios que favorece la inversión.
2. Las nuevas reformas estructurales acometidas recientemente en materia laboral han otorgado mayor flexibilidad al mercado laboral español. La reforma emprendida asegura un continuo avance en materia de productividad, habiendo logrado el mayor crecimiento de la misma en la zona euro con un aumento del 11.1 por ciento desde 2008. A su vez, los costes laborales unitarios se han reducido en los últimos años, lo que supone un factor atrayente para los inversores extranjeros, puesto que necesitarían destinar menos recursos monetarios para producir. A esto hay que añadir, una fuerza laboral con una adecuada capacitación profesional junto con un gran número de titulados superiores.
3. En materia de infraestructura, España cuenta con una red moderna y de alta calidad, con más de 13.000 kilómetros de autopistas y autovías junto a 1.600 kilómetros de líneas ferroviarias de alta velocidad, convirtiéndose en el primer país de Europa por importancia en infraestructura terrestre. A su vez, también ocupa una posición privilegiada en la infraestructura de transporte aéreo y portuario, asentando un crecimiento superior al del resto de países de la Unión Europea.
4. La cuarta mayor economía de la zona euro tiene la ventaja de contar con una situación geoestratégica privilegiada entre Europa y Latinoamérica.

Gráfico 26. Inversión neta española.



Fuente: Datainve

4.3. Las empresas españolas como emisoras de inversión extranjera.

La inversión española en el exterior.

La economía española se convirtió en emisora neta de capital en el año 1997, posición que había mantenido hasta 2012, primer año que en que vuelve a ser receptora neta de capital. Ello se debe fundamentalmente a la fuerte caída sufrida por las inversiones de las empresas españolas en el extranjero, tal y como muestra el **gráfico 27**, hecho debido fundamentalmente a los problemas de financiación y el proceso de des-apalancamiento de instituciones financieras y sociedades no financieras españolas en 2012.

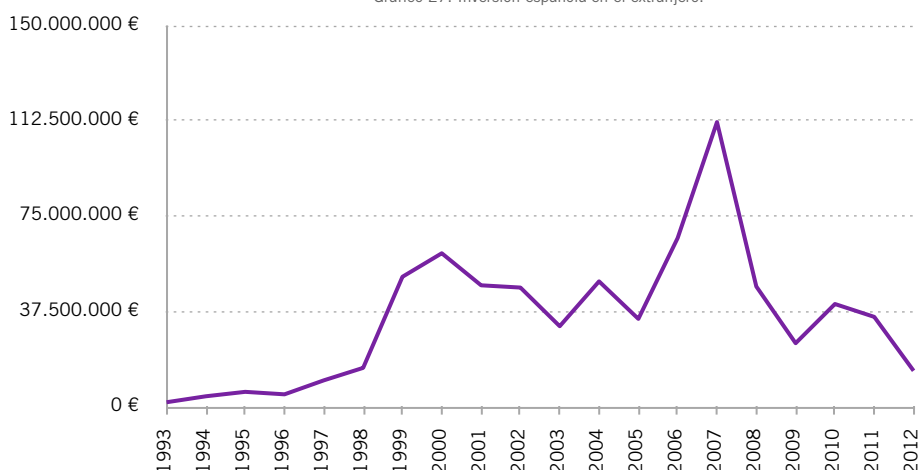
Es a partir de 1997 cuando conviene destacar el potente aumento de la capacidad inversora española en el extranjero. Así pues, la expansión de la inversión española en el exterior en los últimos quince años ha sido francamente importante.

Este cambio de tendencia, de pasar de ser una economía emisora neta de capital a otra receptora neta, de mantenerse, podría erosionar gravemente el crecimiento de la economía

española. Parece obvio pensar que en una economía en recesión como la española y con lúgubres perspectivas de crecimiento a medio plazo, las empresas deberían buscar oportunidades de inversión en el exterior, buscando proyectos de inversión más rentables que les permitan elevar su productividad y devolver su deuda. En este sentido, la creación de un mercado alternativo de renta fija podría complementar de manera decisiva las fuentes de financiación con las que cuenta el *middle market* español para llevar a cabo inversiones necesarias y rentables en el exterior, reforzando de esta manera las posibilidades recuperar la senda del crecimiento económico así como de creación de empleo.

Como se observa en el **gráfico 28**, en el periodo 2008-2012 las inversiones de las empresas españolas en el extranjero experimenta una notable reducción, pasando de un promedio de cerca de 300.000 millones de euros en el quinquenio 2003-2007 a situarse prácticamente en la mitad en el último quinquenio, ligeramente por encima de los 150.000 millones de euros.

Gráfico 27. Inversión española en el extranjero.



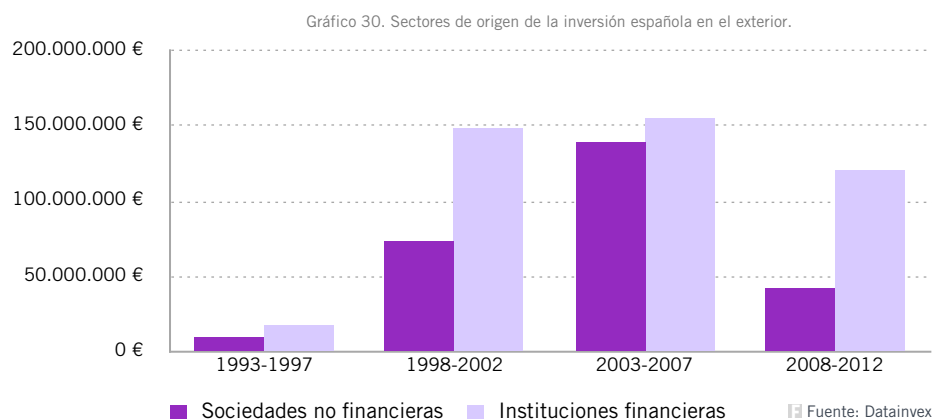
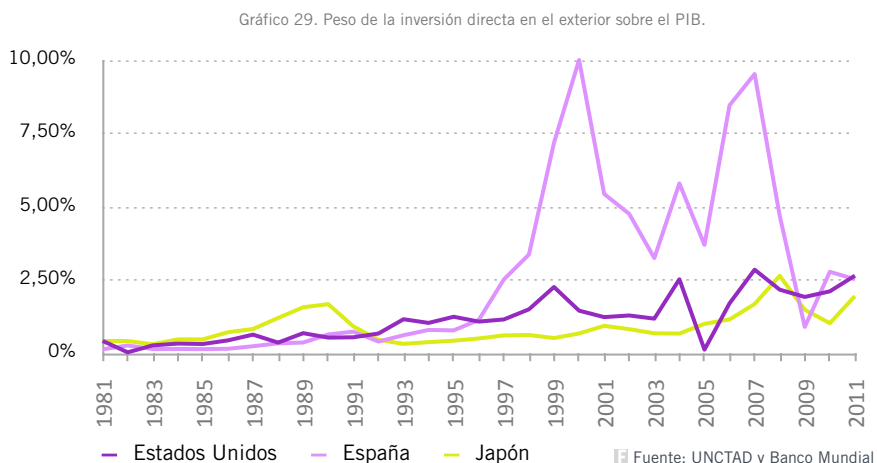
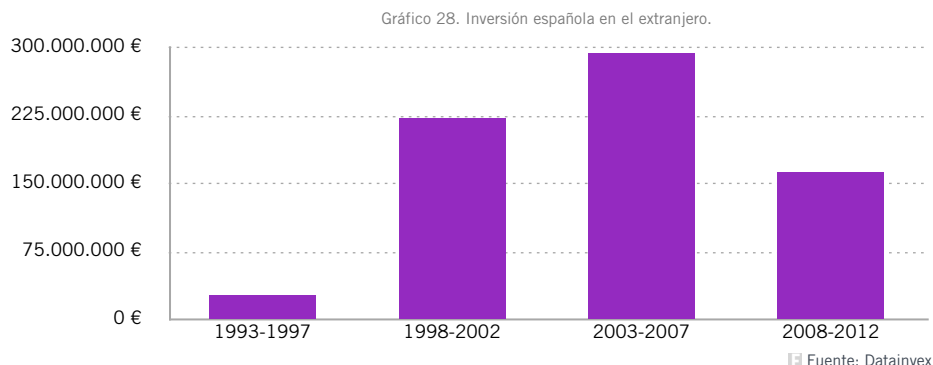
Fuente: Datainve

España ha jugado un papel muy importante en las políticas de internacionalización, principalmente por parte de las empresas de mayor tamaño. El porcentaje de inversión española en el exterior sobre el PIB fue el más elevado de las economías representadas en el **gráfico 29** durante 2000 y 2007, llegando a alcanzar el 10% de PIB. La contribución al crecimiento del PIB de estas inversiones fue muy importante. En 2012, sin embargo, la inversión española en el exterior alcanza el 1,36% sobre el PIB.

Esta inversión de la economía española en el exterior es de gran importancia y debe seguir manteniéndose para que no ocurra lo mismo que en Japón, donde tuvo lugar una “década perdida”. El porcentaje de inversión japonesa en el exterior sobre el PIB no llegó incluso a alcanzar el uno por ciento en el periodo 1991-2004, como muestra el **gráfico 28**, donde se aprecia claramente el mayor esfuerzo inversor en el exterior realizado por la economía española en la última etapa de crecimiento frente a la economía de Estados Unidos y, fundamentalmente, frente a la economía japonesa.

El problema vivido por la economía japonesa se caracterizó por fuertes excedentes (capacidad de financiación) del sector de sociedades no financieras (liderado por las grandes empresas) que, ante la incertidumbre sobre el sector financiero y la dificultad de obtener crédito se ahorra por motivo precaución ante futuras dificultades de liquidez. La caída en la inversión de las empresas españolas en el exterior coincide con una capacidad de financiación del sector de sociedades no financieras de alrededor del 3,5% del PIB en 2012, lo que indica alguna forma de asegurarse la financiación ante las perspectivas de falta de crédito futuras y que permite asimismo confirmar la débil demanda de inversión nacional aún existente. El sector de sociedades no financieras acumula ya nueve trimestres con capacidad de financiación, inmerso en un proceso intenso de des-apalancamiento. Esta tendencia se ha apoyado, sobre todo, en el incremento del ahorro empresarial, aunque también se produjo una disminución de la inversión. A su vez, el aumento del ahorro fue el resultado de la reducción de los intereses pagados y, sobre todo, del comportamiento expansivo del excedente que, entre otros factores, podría estar reflejando la necesidad, por parte de las empresas, de sanear los balances, mediante la generación de recursos internos, y fortalecer así su capacidad de autofinanciación. En el caso de Japón dicho exceso de ahorro llegó a representar el 10% del PIB. El sector de sociedades no financieras españolas registró una capacidad de financiación del 3,5% del PIB en 2012, según datos de la Contabilidad Nacional.

Por tanto, nuestros *policy-makers* no deberían perder de vista la importancia que puede jugar para la economía española el hecho de que las



empresas tengan capacidad financiera para financiar sus inversiones fuera de nuestro país y crear los incentivos y los mercados de financiación alternativa necesarios para maximizar el impulso que dichas inversiones pueden ofrecer en términos de altas rentabilidades para inversores y beneficios y crecimiento de la productividad para emisores.

Entre los sectores de origen se observa la importante capacidad inversora del sector dedicado a las actividades financieras y del seguro, con cifras próximas al 75% del total invertido en el último quinquenio. En particular, el subsector de los servicios financieros, principalmente representado por los bancos, es el que más ha invertido en el exterior.

Es cierto que la capacidad inversora de las instituciones financieras se ha visto mermada en los últimos años, pero la caída de la inversión en el exterior es mucho mayor en el sector de sociedades no financieras.

En efecto, el sector de sociedades no financieras ha perdido potencial inversor y ha pasado de representar el 47,30% de la inversión española en el extranjero entre 2003 y 2007 a una escasa cuarta parte del total, 25,83%, en el último lustro, como muestra el **gráfico 30**. Esto pone de relieve las graves dificultades a las que se está enfrentado este sector para poder acceder al crédito y seguir llevando a cabo sus planes de expansión e inversión fuera de las fronteras nacionales.

En definitiva, el atractivo inversor de la economía española recogido en el seguimiento de la inversión extranjera directa, junto a las necesidades de financiación de las empresas españolas para afrontar proyectos con altos rendimientos potenciales, revelan la idoneidad del lanzamiento de un mercado alternativo de renta fija corporativa en España en la coyuntura actual y garantizan, en base al extraordinario binomio rentabilidad-riesgo, la existencia de una demanda elevada para este tipo de activos.

5. Renta fija española: alternativas de inversión.

5.1. Tipología de inversores.

Con el fin de ubicar la demanda y el entorno al que se enfrentará el futuro mercado alternativo de renta fija corporativa, conviene analizar los distintos tipos de inversores y sus objetivos. Para ello, centraremos nuestra atención en los inversores institucionales, que son quienes controlan los volúmenes significativos de capital, ya sea a través de fondos, instituciones de inversión colectiva, entidades financieras, fondos de pensiones o compañías aseguradoras entre otros.

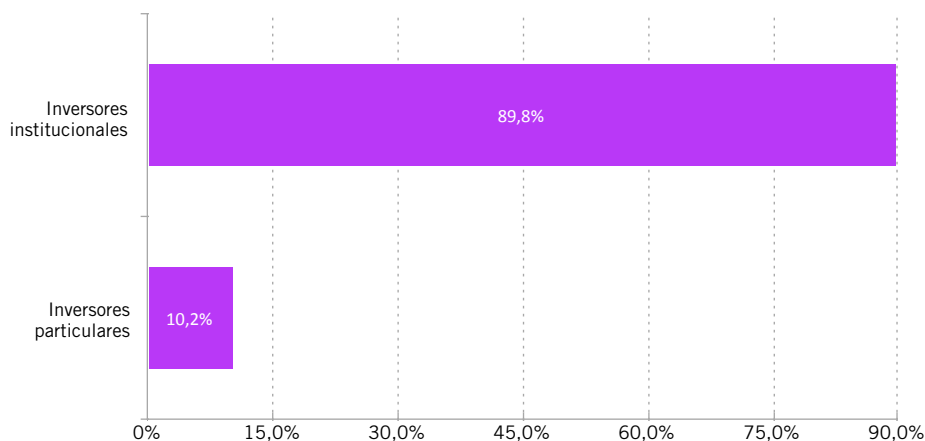
Concretamente, en renta fija, la concentración de este tipo de inversores es aún mayor. De hecho, en el conjunto europeo casi el 90% de la inversión en esta clase de activos está en manos de inversores institucionales como muestra el gráfico 31. Si miramos hacia el territorio nacional, la agrupación es más elevada, superando el 96%. Adicionalmente, según Dealogic el 80% de la deuda fija corporativa en 2012 estaba en posesión de inversores extranjeros (principalmente Alemania, Francia y Reino Unido).

Esta tipología de inversores agrega elevados volúmenes de capital de distintos socios, lo cual le permite adherirse a inversiones destinadas únicamente a grandes patrimonios, reducir las comisiones de gestión de los intermediarios, negociar precios, diversificar, etc. todo ello con el fin de maximizar la rentabilidad de la inversión.

La institución de inversión colectiva (IIC) es uno de los vehículos más utilizados por los inversores institucionales. En España existen 105 IIC registradas en la CNMV. Estas instituciones tienen por finalidad la captación de capital a través de socios o accionistas para gestionarlos e invertirlos en mercados de capitales, en valores, derechos e instrumentos financieros, etc., consiguiendo siempre condiciones más favorables a las que se obtendrían de la inversión individualizada, además de una mayor diversificación. Pueden articularse como sociedades de inversión con forma jurídica propia o bien como fondos, constituyendo patrimonios sin forma jurídica. Las IIC por lo general son de carácter financiero, aunque también las hay con fines inmobiliarios.

Entre las IIC financieras encontramos diferentes tipologías determinadas por la ley que las regula, como fondos, SICAV (sociedades de inversión de capital variable), IIC de inversión libre o incluso IIC que invierten otras IIC subordinadas. Existen a su vez instituciones de inversión colectiva focalizadas únicamente en renta fija (tanto en euros como en divisa), que es el tipo de activo en el que centramos el estudio. Éstas no presentan garantías de terceros (más allá de la propia garantía del emisor

Gráfico 31. Distribución inversión en renta fija por tipo de inversor en Europa.



Fuente: TABB Group, IODS y Auriga

de deuda) y su objetivo es el mantener el principal obteniendo una rentabilidad asegurada.

Las IIC están reguladas por la Directiva europea 2009/65/CE, donde se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

Aunque son entidades privadas con libertad de decisión sobre sus inversores o los mercados en las que las negocien, existen ciertas limitaciones impuestas por la anterior Directiva para garantizar la seguridad de sus inversores, en función del patrimonio de la IIC, del activo o bien del emisor. Las que atañen al emisor están ligadas a grados de diversificación, rating mínimo y cuantía entre otros. También están supeditadas a ofrecer un nivel de liquidez que les permita responder a sus pagos sin tensiones. La liquidez de las IIC se mide a través de un coeficiente mínimo que se alcanza cuando las inversiones líquidas suponen al menos un 3% del total del patrimonio. En caso contrario, debe llevarse a cabo un adecuado control de la profundidad del mercado de valores en el que se invierta, sobre todo en aquellos casos en los que el mercado no sea regulado.

Dentro de las IIC cabe distinguir a los fondos de inversión, cuyo patrimonio conformado por las aportaciones de los socios se invierte en distintas alternativas. Estos fondos suelen tener un horizonte temporal inferior al de los planes de pensiones, y además la flexibilidad en cuanto a entrada y salida de capital o plazos suele ser mayor. Los inversores por lo tanto tienen más facilidades para reembolsar o ampliar sus fondos en un vehículo de este tipo. Estos fondos pueden posicionarse como un potencial inversor interesado en renta fija para cubrir la demanda de inversores poco especulativos. Según la asociación de instituciones de inversión colectiva y planes de pensiones, en España existen 261 fondos de inversión de renta fija a corto plazo y 169 a largo plazo. Conjuntamente gestionan más de 28.000 M€ de capital en España a final de 2012.

Una nueva figura de inversor con capacidad de acceder a las grandes emisiones la constituyen las family offices. Se trata de un instrumento a través del cual las familias con elevados patrimonios procuran preservar su capital a través de una gestión profesionalizada del mismo. En función de los objetivos fijados por la familia en cuestión, la inversión será dirigida a unos u otros activos conformando una cartera que cumpla con los requisitos de rentabilidad y horizonte temporal esperado.

No hay una normativa específica que regule el funcionamiento de las family offices en España. En Europa el único país con una Ley especial para este colectivo es Luxemburgo, que limita la gestión de este tipo de patrimonios sólo a determinados gestores, asesores y otros expertos financieros.

Por otro lado, entre los inversores institucionales de mayor demanda encontramos las entidades gestoras de planes de pensiones destinadas principalmente a invertir capitales que permitan obtener rentas futuras en el momento de la jubilación del socio. Estos productos de ahorro privado despiertan gran interés entre los inversores particulares, pues sus ventajas fiscales son muy atractivas.

Los planes de pensiones, habitualmente son gestionados directa o indirectamente por aseguradoras o entidades financieras, sin embargo también los hay asociados a un sistema de empleo de determinadas empresas para sus trabajadores. Ofrecen diversas alternativas objeto de inversión: desde una apuesta por valores arriesgados en renta variable hasta los más conservadores que se respaldan únicamente en deuda soberana. Según la DGS las aseguradoras disponen de 205 M€ de reservas técnicas a finales de 2012 para invertir, pudiendo ser atractivo el MARF para parte del capital.

La supervisión de las gestoras de planes de pensiones es llevada a cabo por la Dirección General de Seguros (DGS), aunque también se rigen por normativa europea (Directiva 2003/41/CE) y el Real Decreto 304/2004.

Asimismo, en España existen 194 sociedades de inversión registradas en la CNMV con potestad para gestionar carteras e invertir en renta variable en las distintas bolsas en nombre de sus clientes. Las primeras pueden negociar en nombre propio y ajeno mientras que las agencias únicamente operan por cuenta ajena. Se trata de intermediarios financieros que asesoran, operan y actúan como depositarios. Las sociedades de valores están conformadas como sociedades anónimas y las acciones de su capital tienen carácter nominativo. Estas agencias y sociedades son el único modo de intervenir en los mercados bursátiles, pues aunque son públicos, se requiere un registro para ello. El gráfico 32 publicado por la CNMV indica la distribución de este tipo de intermediarios en España en 2012.

Las emisiones de deuda que espera recoger el futuro MARF encajarían en la cartera de los inversores más conservadores pero que a su vez apuesten por una rentabilidad media sin necesidad de asumir grandes riesgos. Al tratarse de inversiones con rendimiento conocido, podría ser objeto de carteras de renta fija o mixtas tanto de fondos de inversión como de planes de pensión o incluso aseguradoras.

5.2. Opciones de inversión.

Este epígrafe trata de exponer las diferentes alternativas de inversión en los mercados financieros, enfocándose principalmente a los productos de renta fija para contextualizar las potenciales emisiones del mercado alternativo de renta fija español.

Como contrapartida a la menor volatilidad que se asume por disponer de un rendimiento previamente establecido, la rentabilidad ofrecida es inferior a la de otro tipo de activos. La combinación idónea estará condicionada por la aversión al riesgo de cada inversor.

Entre las posibilidades de inversión categorizadas como renta fija tradicionalmente podemos distinguir: por un lado, los bonos y obligaciones de deuda pública, siendo los de máxima solvencia los emitidos por el Estado aunque cada vez son más habituales los emi-

tidos por comunidades autónomas dados los ajustados presupuestos a los que se enfrentan. Sin embargo, recientemente se ha limitado la emisión de deuda de las CCAA por parte del Tesoro. Aquellas que se hayan acogido al Fondo de liquidez autonómico o a la línea de liquidez del ICO tendrán restricciones en el coste de la deuda, lo cual resta atractivo a estos bonos de carácter público.

El horizonte temporal de la deuda pública es prácticamente adaptable a todas las necesidades, porque aun emitiéndose en plazos estándar (hay letras desde 3 meses a 18 meses, bonos hasta 5 años y obligaciones hasta 30) existe un profundo mercado donde se pueden comprar o vender deuda casi a cualquier vencimiento mediante repos.

A nivel corporativo, la oferta de productos de renta fija es alta (aunque en España aún poco desarrollada). Por un lado encontramos bonos y obligaciones corporativos con el mismo concepto de los de deuda pública: el emisor solicita un préstamo a los inversores a cambio de un tipo de interés que se abona de manera periódica. En este caso, no existe tanta amplitud de vencimientos y estos se fijan en función de las necesidades del inversor, siendo los más habituales a 3, 5 y 7 años. Aquí es donde encajarían las emisiones de deuda previstas para el mercado alternativo de renta fija corporativo que está en marcha. Dentro de los anteriores bonos encontramos gran diversidad de emisores y rentabilidades en función del riesgo (desde bonos *high yield* hasta bonos *investment grade*). La tipología de empresa que emite en estos mercados suele ser de gran tamaño (más del 75% de las emisiones en circulación en Europa proceden de multinacionales y grandes corporaciones), estando el mercado de emisión de deuda para la mediana cuenta aún poco explotado como se observa en el gráfico 33.

A diferencia de los bonos, los pagarés corporativos se caracterizan por tener plazos inferiores a los de los bonos e ir dirigidos a cubrir necesidades de circulante y no tanto de inversión. Pueden respaldarse en las facturas pendientes de cobro del emisor.

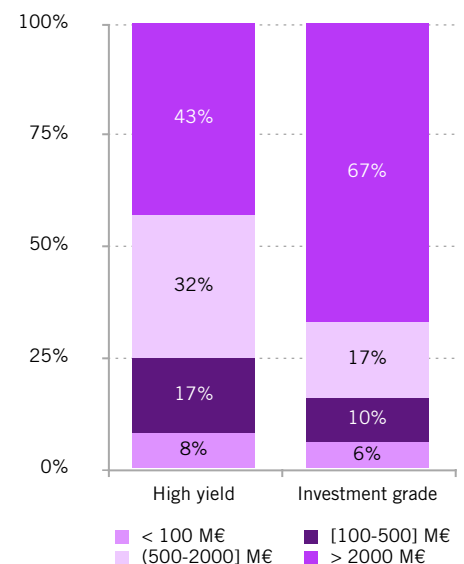
La oferta de bonos corporativos en países extranjeros es amplia, sobre todo en EEUU

Gráfico 32. Clasificación de sociedades de inversión en España.



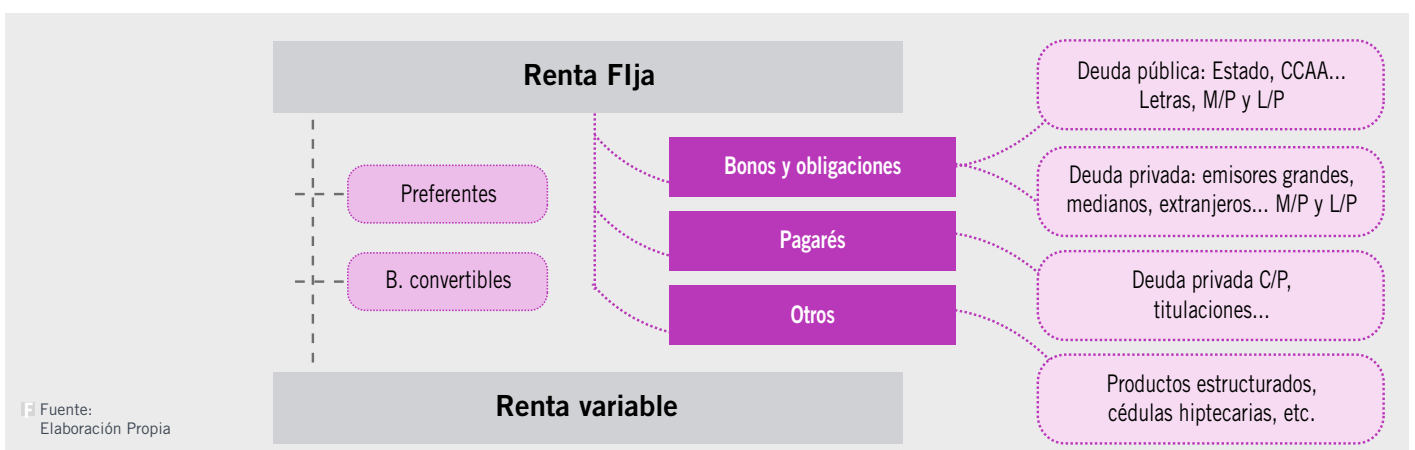
Fuente: CNMV

Gráfico 33. % de emisiones de bonos en Europa occidental en función de los ingresos del emisor.



Fuente: McKinsey Global Institute

donde es una práctica habitual el emitir deuda para obtener financiación. Al ser la demanda de este tipo de activos elevada, las rentabilidades no son muy competitivas, y al mismo tiempo, el invertir en moneda distinta al euro hace correr con un riesgo adicional: el de tipo de cambio.



Similar a los pagarés de empresas pero a nivel financiero son las conocidas cédulas hipotecarias, emitidas por entidades financieras sustentadas en préstamos con garantía hipotecaria. Se trata de un producto estructurado en títulos y su percepción de riesgo pudiera ser más difusa que la de los bonos corporativos, pues los colaterales son de diversa índole y en última instancia se depende de la capacidad de pago de los titulares de dichas hipotecas. Aunque el rating suele determinarse por tramos y en ocasiones supera al del emisor por tener la garantía de la cartera, el subyacente no está tan claramente identificado.

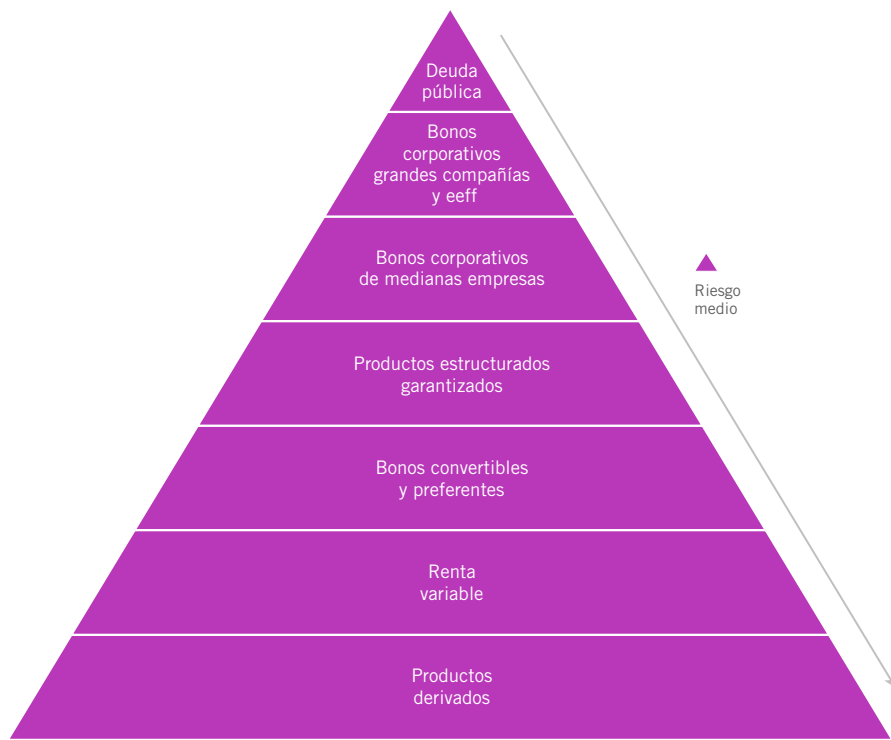
Otra tipología de bonos son aquellos convertibles, los cuales dan opción a ser cambiados por acciones a un tipo de cambio determinado. Es una mezcla entre renta fija y renta variable más opciones, por lo que tiene cierta correlación con la renta variable. Suelen ofrecer rentabilidades inferiores a las de los comunes bonos corporativos, aunque la opción de canje no quita que se perciba un interés fijo por la inversión. Las fechas y precios de conversión están definidos desde la emisión de los bonos, y es el propio inversor quien decide si accede o no a efectuar el cambio en las ventanas de oportunidad propuestas en función de sus intereses.

Por último, las participaciones preferentes, aun perteneciendo a la categoría de renta fija, tienen un elevado riesgo asociado debido a sus particularidades: se trata de instrumentos financieros con duración perpetua cuyo pago de rendimiento está supeditado a la obtención de beneficios. Su rentabilidad por tanto no está garantizada y en caso de que la evolución de la compañía sea desfavorable, puede resultar difícil deshacer la inversión en los mercados secundarios o bien tener que asumir pérdidas importantes con la venta. Sin embargo, el emisor sí que puede suspender la emisión en el plazo que haya acordado para ello. Los titulares de estos valores se sitúan por detrás de los poseedores de bonos en caso de situación concursal, aunque prevalecen frente a los accionistas.

En el epígrafe de comportamiento de renta fija en 2012 se analiza en más detalle las rentabilidades ofrecidas por las principales alternativas de inversión de renta fija, lo que facilitará el ubicar todo lo expuesto anteriormente en el actual mercado español.

Para terminar, el gráfico 34 recoge de manera simplificada las distintas modalidades de inversión clasificadas según el nivel de riesgo asumido. Según los análisis efectuados por Axesor, la futura renta fija corporativa que tendría cabida en el MARF, se situaría en un rango de riesgo controlado dada la seguridad de las inversiones de renta fija y el rating mínimo esperado de los emisores.

Gráfico 34. Alternativas de inversión por nivel de riesgo.



Fuente: Elaboración Propia

5.3. Comportamiento de la renta fija española en 2012 y perspectivas 2013.

La renta fija, como se analiza a lo largo del documento, ha despertado un creciente interés entre los inversores el pasado 2012. Los fondos de renta fija sobre bonos fueron los que más demanda recibieron junto con los fondos cotizados sobre acciones que también atrajeron gran demanda. En España, dos de los tres fondos más demandados corresponden a los que replican índices de bonos en euros con alta calificación crediticia.

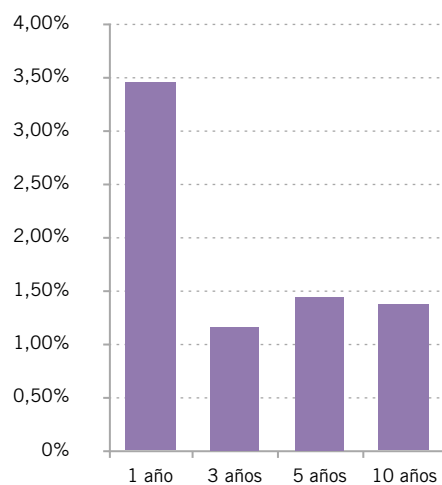
Centrando nuestra atención en el segmento de renta fija español, encontramos diversas opciones de inversión gestionadas en su mayoría a través de instituciones de inversión colectiva, fondos de inversión y planes de pensiones. En España estos últimos instrumentos continúan teniendo una buena acogida por parte de los inversores, habida cuenta de que el tratamiento fiscal de los planes de pensiones es muy ventajoso.

Aunque rentabilidad y riesgo tienen una relación directa, la realidad es que los grandes movimientos de capital y las expectativas juegan un papel muy influyente de cara a determinar los niveles de rentabilidad. Ejemplo de ello son los continuos movimientos que ha experimentado la prima de riesgo ante escándalos como el de Chipre o el coste de endeudamiento al que han emitido algunas compañías españolas, por debajo de la deuda soberana de nuestro país. La deuda pública, que habitualmente se tomaba como referencia de inversión "libre de riesgo" ha dejado de

marcar un suelo de riesgo y rentabilidad para las emisiones de deuda corporativa españolas

Si hacemos foco en los planes de pensiones españoles, concretamente en aquellos cuya inversión se fundamenta en renta fija a corto plazo, observamos unas tasas de rentabilidad muy ajustadas, pues una proporción importante del capital invertido se materializa en deuda soberana. En lo que concierne a la inversión en deuda corporativa, suelen optar por bonos de empresas cotizadas por el elevado flujo de información que aportan a los inversores.

Gráfico 35. Rentabilidad media anual ponderada 2012 planes pensiones - inversión renta fija C/P



Fuente: Asociación de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones

El gráfico 35 muestra las rentabilidades medias ponderadas de los planes de pensiones en

Gráfico 36. Rentabilidad fondos de inversión y planes de pensiones en 2012.

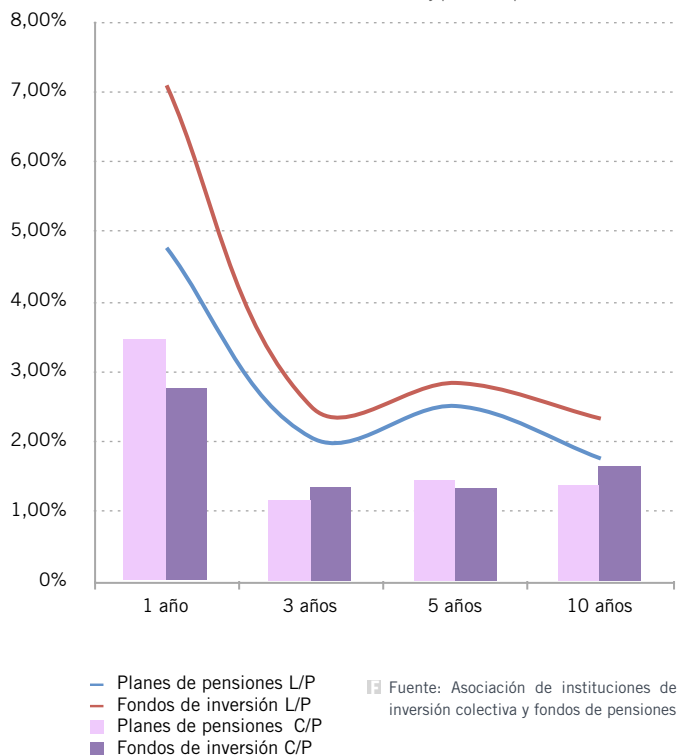
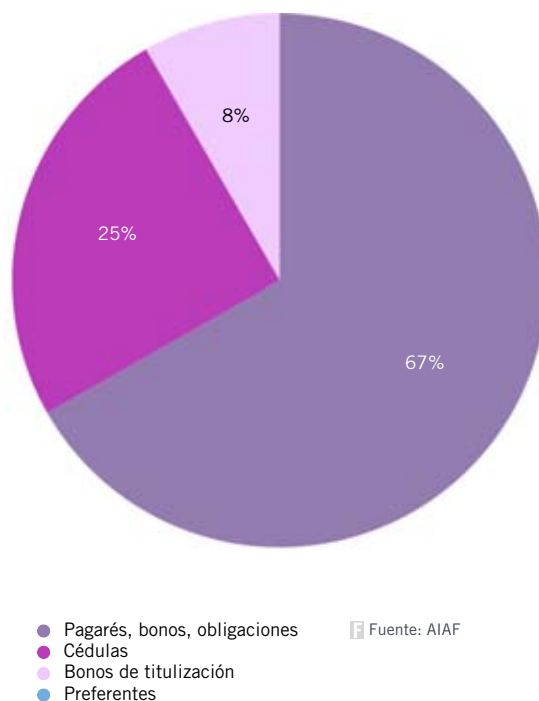


Gráfico 37. Emisiones admitidas en AIAF acumulado febrero 2013.



2012 a corto plazo para los distintos periodos. Es destacable el hecho de que un 43% de los mismos ofrezca para el plazo a 3 años un rendimiento inferior al 1% (los hay incluso negativos), que apenas llegan a cubrir la apreciación natural del dinero. Los participantes en fondos de estas características suelen contar con una oposición fuerte al riesgo, estando dispuestos a asumir bajas rentabilidades a cambio de seguridad, pero el inmovilizar capital a medio plazo a tan bajo rendimiento puede llegar a no ser rentable en determinados casos. La rentabilidad ofrecida por estos mismos planes acotada al último año 2012 que presenta una tasa media ponderada del 3,46%, lo cual puede explicarse en parte por la elevada prima de riesgo del último año, que alcanzó máximos históricos el pasado julio de 2012.

Si observamos ahora las tasas que ofrecen los planes de pensiones cuya inversión tiene un horizonte temporal a largo plazo, los datos de 2012 ofrecen rentabilidades más ventajosas para el inversor, alcanzando de media en el último año un 4,77%. Volviendo a la misma comparativa del caso anterior, en este grupo sólo 1 de cada 4 planes ofrecen una rentabilidad inferior al 1% en 3 años.

Respecto a los fondos de inversión basados en renta fija gestionados en territorio español, las rentabilidades de aquellos con mayor horizonte temporal superan en más de dos puntos básicos la rentabilidad anual media de los planes en 2012, aunque los diferenciales se van acortando cuando analizamos periodos más amplios.

Los fondos de inversión con destino renta fija suponen un 62% en España sobre el total de fondos. No es fácil preservar el capital a la vez que optimizar la rentabilidad, de ahí que la variedad de combinaciones posibles sea casi infinita. La rentabilidad media ponderada en un año de los fondos a corto plazo es de un 2,76% mientras que los de mayor horizonte temporal, durante 2012 posicionan su rentabilidad mediana en un 6%. Los primeros, se componen generalmente de una mayor proporción de deuda pública, lo que permite asumir un riesgo muy moderado y elimina la volatilidad pero a su vez, provocan que la rentabilidad del fondo sea muy reducida dada la escasa diversificación.

El gráfico 36 muestra una comparativa entre las rentabilidades ponderadas medias tanto de fondos como de planes de pensiones de renta fija a corto y largo plazo. En él se observa como en el año 2012 el comporta-

miento de la renta fija ha sido notablemente mejor al de años previos, motivado como ya se ha mencionado, por una inusual volatilidad de la prima de riesgo y unos tipos de interés mínimos marcados por la política monetaria europea.

En lo que se refiere a los activos de renta fija cotizados en AIAF, este mercado perteneciente a Bolsas y Mercados Españoles alcanza un saldo vivo en negociación al inicio de 2013 próximo a 870.000 M€. La mitad del mismo corresponde a cédulas hipotecarias. Los bonos y obligaciones de deuda corporativa alcanzan cerca de un 19% del saldo en circulación, emitido casi en su totalidad por entidades financieras (91%).

En 2013 sin embargo, ante la buena acogida de las grandes emisiones de principio de año, en AIAF se observa un cambio en el tipo de productos admitidos a cotización, cobrando mayor importancia los pagarés, bonos y obligaciones, cuya concepción de riesgo es inferior a la de otros productos admitidos en AIAF en 2012 como las preferentes. El gráfico 37 muestra la distribución de las emisiones a inicio de 2013:

En cuanto a la evolución de las rentabilidades de la deuda cotizada en AIAF, 2012 ha supuesto la recuperación de tipos alcanzando rentabilidades incluso superiores al inicio de la crisis, lo cual ha sido determinante para atraer inversores hacia este tipo de productos financieros con escaso riesgo y retornos fijos.

Tanto es así, que la emisión de deuda fija corporativa en España ha superado los 15.000M€ en 2012 según fuentes de Dealogic. A nivel europeo la evolución también ha sido destacable, con un incremento del 50% de la actividad de bonos corporativos en detrimento de los financieros, que han caído más de un 25% ante la menor necesidad de liquidez tras las medidas del BCE en 2012 (BBVA, Santander y Barclays lideran en ranking de emisión de bonos en España en 2012). Se ha observado una mayor apertura de las sociedades españolas y sus accionistas hacia los mercados de capitales. Las emisiones de sociedades no financieras de mayor volumen en España en 2012 fueron las de Telefónica con más de 4.000 M€, Abengoa y Cableuropa, seguidas por las grandes constructoras y compañías energéticas.

Lógicamente, en función del rating, la deuda corporativa de carácter no financiero admitida a cotización en AIAF ofrece distintos tipos medios

Tabla 1.

RATING	3 años	5 años	10 años
AA	2.510%	3.096%	4.421%
A	2.926%	3.537%	4.897%
BBB	3.447%	4.050%	5.528%

Fuente: AIAF

de rentabilidad, aunque como se ha expuesto, estos tipos pudieran no ser demasiado representativos al estar conformada la media por muy pocas emisiones. Al excluir la siguiente tabla las emisiones financieras, los tipos indicativos de mercado son inferiores a los que en el gráfico 38 se observan a lo largo de 2012.

No solo se ha visto incrementado el volumen de emisiones y la demanda de bonos en grado de inversión, sino que los denominados bonos high yield o especulativos también han experimentado una destacable evolución debido al entorno de tipos bajos, alcanzando cifras récord de hasta 70.000 M€ en toda Europa. Aunque este segmento está menos desarrollado que en otros países, se observa cómo cada vez tienen mayor cabida las emisiones de bajos ratings como muestra el gráfico 39. Además, es interesante el dato que destaca DB Research acerca del distanciamiento de los spread entre los bonos investment grade y high yield durante la crisis: los inversores perciben ahora un mayor riesgo y por tanto exigen un rendimiento más elevado para los llamados bonos especulativos que en 2007.

No debemos perder de vista que las rentabilidades expuestas en el epígrafe son medidas en un periodo determinado y por tanto, no son representativas de la rentabilidad global del fondo o activo en cuestión, pues todos ellos tienen vidas mayores a los plazos analizados y en consecuencia la media al final del mismo podría diferir sustancialmente de las rentabilidades obtenidas en años puntuales del mismo. Por ejemplo, 2012 podría considerarse como un año algo atípico en lo que a renta fija se refiere, pues la prima de riesgo española alcanzó máximos históricos mientras que el euribor continuó su descenso. El primer hecho ha provocado que durante algunos meses los inversores hayan logrado rentabilidades máximas en sus inversiones de deuda pública. Esto unido al efecto del euribor, interés de referencia de la zona euro, ha provocado una revalorización en la "cotización" de la renta fija.

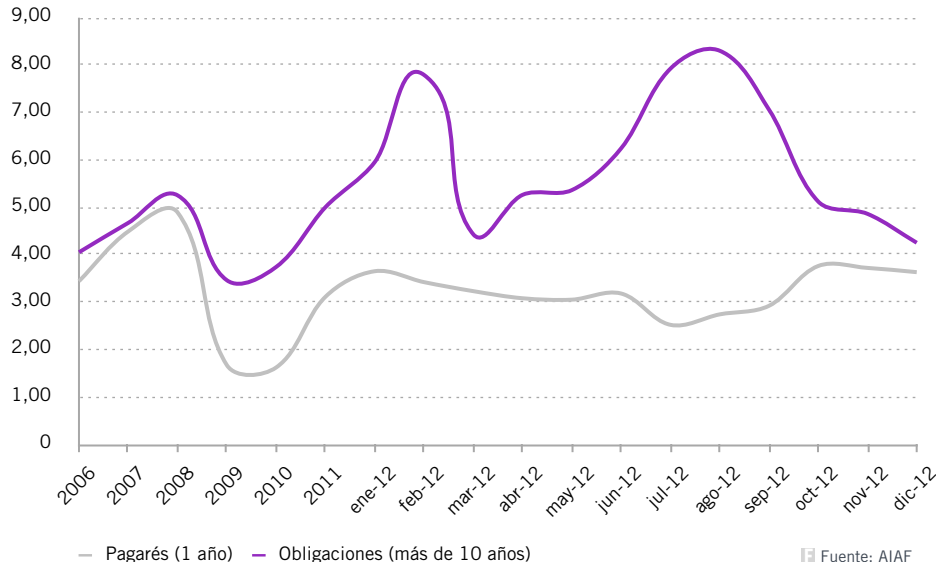
Tabla 2.

	Media (%) ²	Número de entidades según su rentabilidad anualizada								
		Pérdidas	0-5%	5-15%	15-30%	30-45%	45-60%	60-75%	75-100%	>100%
1. Sociedades de valores	4,07	14	10	8	7	4	2	0	0	1
2. Agencias de valores	5,99	16	4	6	6	7	0	1	0	1
3. Soc. gestoras de cartera	4,23	2	1	3	0	0	0	0	0	0
TOTAL EMPRESAS SERVICIOS INVERSIÓN	4,19	32	15	17	13	11	2	1	0	2

Fuente: CNMV

%

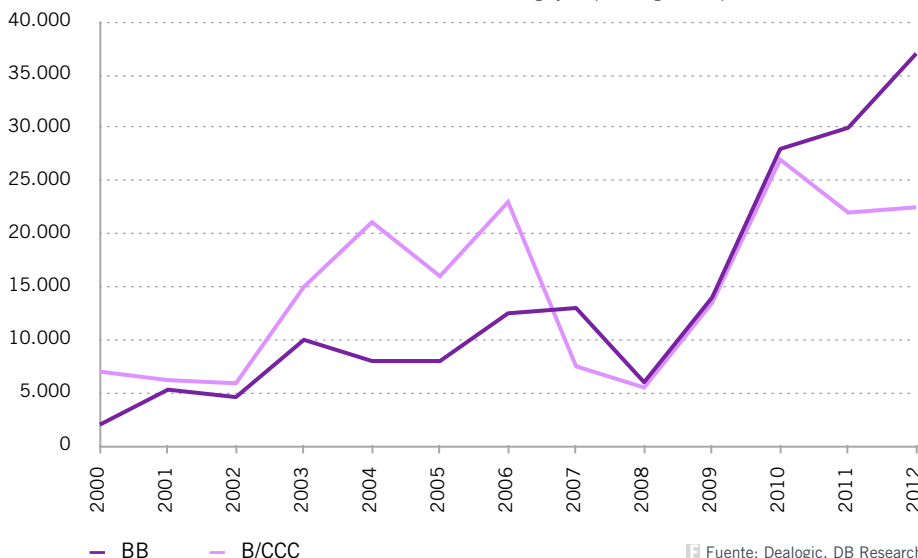
Gráfico 38. Evolución rentabilidad emisiones AIAF.



Fuente: AIAF

Miles de €

Gráfico 39. Volúmenes emitidos de high yield por rating en Europa.



Fuente: Dealogic, DB Research

La estabilización de la mencionada prima de riesgo junto con los bajos niveles del euribor hace prever que en los próximos años la renta fija pública presente una retribución menos favorable a la analizada en estas líneas, hecho que en contraposición con la renta fija corporativa objeto del estudio, hace aún más atractiva para el inversor la futura creación del Mercado Alternativo de Renta Fija que se está configurando.

En comparación con el comportamiento de otro tipo de inversiones como las efectuadas por sociedades o agencias de valores, que tienen sus carteras diversificadas con una participación significativa en renta variable, podemos comprobar en la tabla 2 que las rentabilidades ofrecidas en el último año han estado muy próximas o incluso han quedado por debajo de los rendimientos ofrecidos por la renta fija. Un 16% de estas han incurrido en pérdidas.

Gráfico 40. Tasas de variación de ahorro y consumo zona euro.

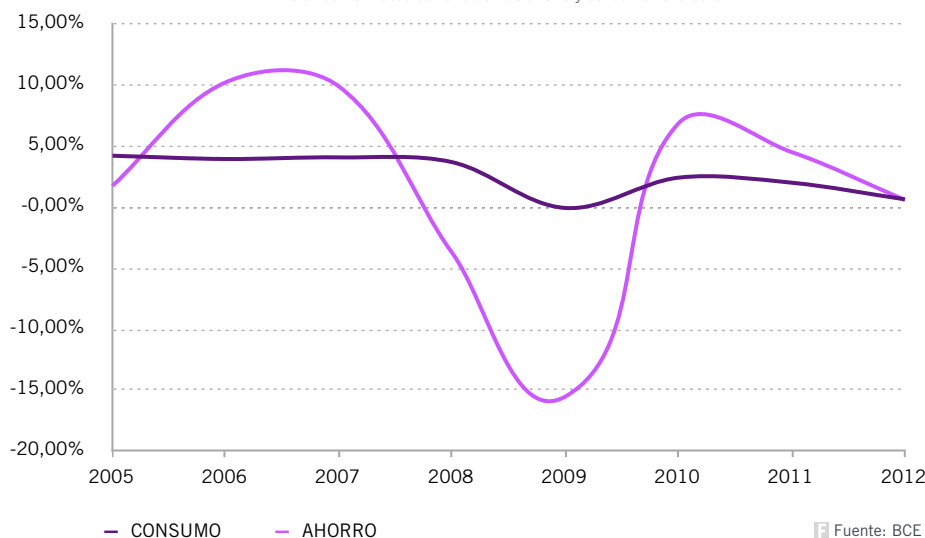
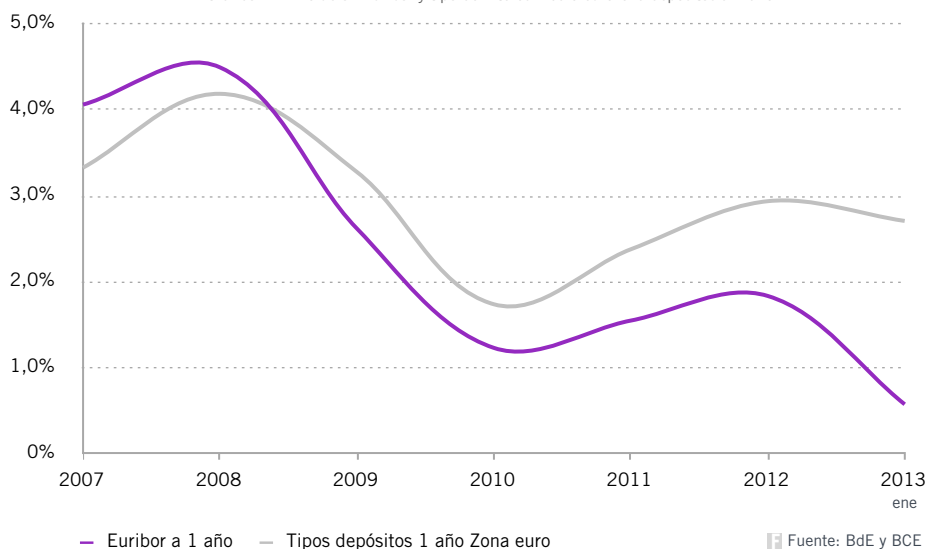


Gráfico 41. Evolución Euribor y tipo de interés medio eurozona depósitos a 1 año.



Como venimos analizando a lo largo del estudio, se observa una demanda creciente en los mercados de bonos en Europa a causa de la disminución de rentabilidades y a las restricciones de financiación bancaria, sobre todo en los países de la periferia. Debido al progresivo aumento de las operaciones corporativas, el interés de los inversores en este tipo de activos es cada vez mayor. El entorno bajista de tipos de interés posiciona a los bonos como una buena alternativa en las actuales condiciones de mercado.

Se prevé que las emisiones sigan en aumento, pues los bancos están viéndose obligados a desapalancar sus balances para cumplir los requerimientos de capital impuestos por la normativa. Antes de la crisis la financiación bancaria contaba con fácil accesibilidad, lo cual permitió a las entidades financieras ganar terreno a los mercados de capitales (la proporción de financiación bancaria era 6 veces

superior a la corporativa), pero en las actuales circunstancias, la tendencia comienza a invertirse. Esta evolución previsiblemente será más positiva a favor de las emisiones en los países de la periferia como España, por su mayor grado de afectación por la crisis financiera. Adicionalmente, en España los costes de financiación siguen siendo superiores a los de otros países europeos, lo cual correlaciona indirectamente con la emisión de deuda, haciendo a esta opción más atractiva para los emisores.

A pesar de que los tipos de interés se encuentran bajo mínimos históricos en la zona euro (gráfico 41), los niveles de inversión y consumo no atraviesan su mejor momento. Ello repercute en que el ahorro crezca a mayores tasas que el consumo en los últimos años (gráfico 40). La situación en España es aún más llamativa, pues la tendencia del ahorro (medida por la tasa de variación interanual) se sitúa en má-

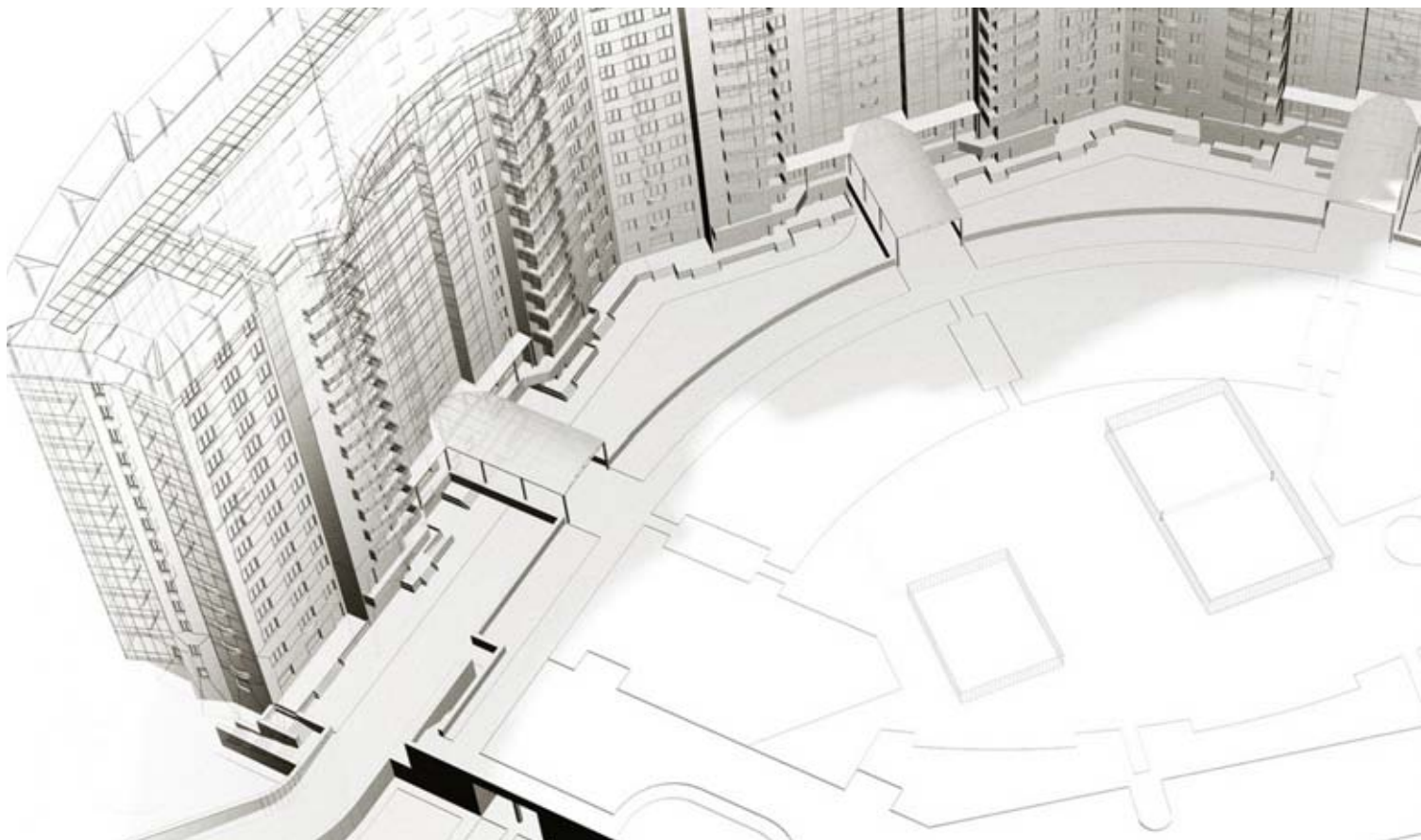
ximos desde 2008. Este ahorro a día de hoy es prácticamente improductivo, pues los bajos tipos de interés de la zona euro condicionan a su vez unas mínimas remuneraciones como muestra el gráfico 41.

Además del handicap impuesto por el tipo de interés europeo, desde el pasado mes de enero de 2013 el Banco de España añade una restricción más a la retribución del ahorro: se impone una limitación de tipo de interés a los depósitos y cuentas corrientes con saldos inferiores a 50.000 € (1,75% TAE para el plazo de un año y 2,75% para 2 años), penalizando a aquellas entidades que ofrezcan tipos superiores. Adicionalmente el Ministerio de Hacienda ha impuesto una tasa estatal a los depósitos bancarios que entrañará igualmente pérdida de rentabilidad. Ello conlleva que sea casi imposible rentabilizar el ahorro mediante imposiciones bancarias haciendo prever que los inversores reserven sus ahorros a nuevos destinos como mercados de capital, fondos de inversión, planes de pensiones o bancos extranjeros no afectados por este impedimento (que aprovechan la coyuntura para lanzar "súper depósitos"), entre otras posibilidades, en búsqueda de maximizar su rentabilidad de forma generalizada.

Ya en 2012 se observa cierta tendencia de cambio en la inversión de particulares: según el informe de estabilidad financiera del Banco de España, en 2012 los depósitos de hogares y sociedades no financieras en entidades financieras descendieron un 4%, motivado por la atracción de valores bancarios de renta fija. Mientras los tipos de interés sigan siendo tan bajos, convendrá la inversión en valores de renta fija que además, podrían incluso revalorizarse si la tendencia decreciente de tipos medios continúa (un título que ofrezca un 4% en un entorno en el que los tipos medios se sitúan en el 2% vale más que cuando el interés de mercado sea del 3%).

Tanto es el interés que ha despertado este tipo de inversiones en el sector minorista, que en España acaba de crearse una plataforma para la negociación de renta fija por parte de particulares. La herramienta online ha sido puesta en marcha por la sociedad de valores Auriga ante la limitada participación de los inversores minoristas en la deuda privada y la creciente atracción. Permite operar en mercado primario y secundario tanto de deuda pública como privada con total liquidez. Se negocian títulos de más de 2000 emisores diferentes y 200 países distintos, con plazos que van desde los 3 meses.

De hecho, tras los últimos años donde la incertidumbre sobre España provocaba una retirada masiva de capitales, comienzan a observarse atisbos de mejora de las expectativas inversoras. Según el banco de inversión DC Advisory, desde principios de 2013 existe una proporción importante de fondos internacionales interesados en la inversión en deuda espa-



ñola. El objetivo de tales inversores son las empresas con proyección internacional para salvar la posible fragilidad de la economía española pero que a su vez estén en disposición de ofrecer una elevada rentabilidad por su financiación con una solvencia adecuada.

Según Analistas financieros internacionales, en 2013 vencen alrededor de 300.000 M€ actualmente colocados en inversiones seguras (imposiciones a plazo fijo, deuda soberana, etc) que se van a encontrar bajo un escenario poco propicio para rentabilizarse según lo comentado. De ahí que la creación del MARF suponga una ansiada alternativa para el ámbito inversor, dando un giro a las tradicionales imposiciones aún más acentuado tras la inseguridad que despierta el que las quitas a depósitos de Chipre puedan extenderse a otros países europeos tal y como insinuó el presidente del Eurogrupo. De hecho, los primeros meses de 2013 ya muestran un incremento en la suscripción de fondos y planes de pensiones en detrimento de los depósitos.

Además, como ya se ha mencionado, el comienzo de año ha sido muy favorable para las emisiones de deuda de grandes multinacionales españolas, como Telefónica o Iberdrola, quienes gracias a su solvencia marcada por ratings más favorables que el del país donde albergan sus sedes sociales, han podido emitir a costes inferiores a los del propio Estado español. A pesar de ello, los diferenciales que asumen estas compañías respecto a las que emiten en países no periféricos siguen siendo notables. La diferencia entre emisiones de grandes corporaciones españolas y alemanas puede alcanzar los 150 puntos básicos.

Desde el punto de vista del inversor, la actual situación de España, sumida en una profunda crisis, ha visto estabilizada su percepción de incertidumbre (la prima de riesgo española en tan sólo 6 meses se ha reducido más de 250 puntos). A pesar de ello, los inversores siguen exigiendo una mayor rentabilidad por la simple pertenencia a España, aún tratándose de compañías internacionalizadas y con escasa influencia del riesgo país. Siempre y cuando en el entorno se advierta un riesgo bajo, el spread entre los activos sin riesgo (deuda pública) y los títulos con riesgo como podrían ser los corporativos, será elevado redundando

en un mayor rendimiento para los inversores. Las perspectivas para la renta fija corporativa en ese aspecto son por tanto positivas si la estabilidad en los mercados se mantiene.

Las grandes empresas españolas cada vez ven más claro su futuro en el exterior, llevando a cabo potentes estrategias de internacionalización, dato que cada vez está siendo más tenido en cuenta por los inversores. Además, la productividad de nuestras empresas continúa en aumento. Las compañías cotizadas en el Ibex han incrementado su productividad por empleado un 23% en el último ejercicio gracias a las fuertes medidas de contención de costes (el gasto de personal se ha retraído a los niveles de 2005), el efecto de los ajustes, las políticas nacionales y la expansión llevada a cabo mediante crecimiento inorgánico que conlleva en definitiva sinergias y mejoras de la eficiencia.

Estas sociedades se encuentran por tanto en una situación que nunca antes se había vivido y que beneficia enormemente a los inversores que apuesten por el mercado español de deuda: la sombra de una situación económica deteriorada y amenazada por una reducción de rating junto con la solidez de compañías solventes, rentables, internacionales y en expansión. Esta combinación da lugar a inversiones seguras pero que ofrecen rentabilidades superiores a los de países vecinos por el supuesto riesgo país. Las grandes compañías que tienen opción de emitir a través de alguna de sus filiales extranjeras, optan por emitir deuda fuera con el objetivo de no asumir el extra de rentabilidad que se está retribuyendo en España, ante el mismo nivel de riesgo.

Sin embargo, las empresas que centran nuestro estudio y que serían objeto del MARF, no contarán con la posibilidad de emitir en otros mercados fuera de España, viéndose obligadas a retribuir al inversor con una rentabilidad adicional aún contando con una calidad crediticia similar a la de sus homólogos europeos en otros mercados internacionales. La marca *made in Spain* hoy beneficia al inversor, quien aún teniendo un perfil de riesgo conservador, puede lograr rentabilidades incluso superiores a las de la renta variable sin asumir la volatilidad de los mercados. España ha dejado de verse como una inversión amenazante



Gráfico 42. Bonos a 10 años deuda pública mercado secundario.

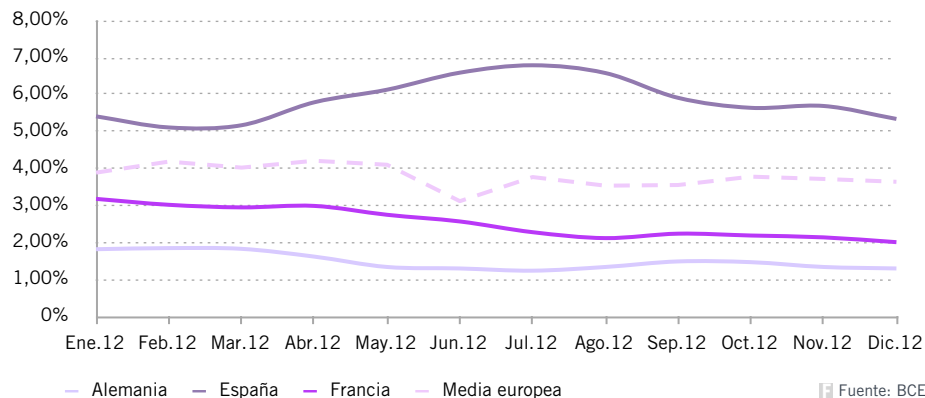
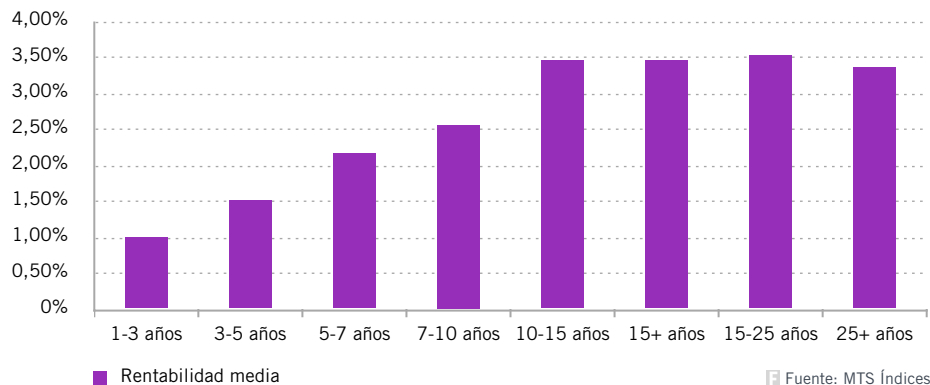


Gráfico 43. Rentabilidad media deuda soberana Eurozona.



para convertirse en una oportunidad segura y rentable.

De hecho, la emisión de deuda fija corporativa en España ha iniciado 2013 con niveles récord de demanda, lo que ha alentado a que cada vez más compañías opten por esta alternativa de financiación que tan buena acogida está despertando entre los inversores. Destacan las colocaciones de Telefónica, Iberdrola, Gas Natural, REE o Ence entre otras, todas ellas superando la demanda las expectativas dado su escaso riesgo.

En lo que concierne a la deuda pública, comienza 2013 con excelentes colocaciones y bajos tipos de interés que no se lograban desde 2010. Cabe recordar que en época de crisis la renta fija se considera un valor refugio. En base a la teoría económica, los tipos de interés de la deuda pública deberían asimilarse a la tasa de crecimiento del PIB nacional, que en el caso de España para 2013 se prevé incluso negativa, lo cual hace augurar que la rentabilidad soberana se mantenga en niveles reducidos.

Para el 2013 el pronóstico es de una menor incertidumbre, aunque los bonos españoles siguen siendo de los más volátiles de la zona euro según Bloomberg. En los gráficos 42 y 43 podemos observar la evolución de la rentabilidad de la deuda pública de los principales países europeos así como una media del conjunto de la zona euro para distintos plazos.

La deuda de las comunidades autónomas sin embargo anuncia un empeoramiento a causa

de la limitación del Tesoro en lo que se refiere al coste de las emisiones. Como ya se ha mencionado, en función de si la comunidad está o no rescatada, el interés retribuido a los inversores no podrá superar los 250 ó 100 puntos básicos de diferencial sobre la deuda soberana respectivamente, lo que sitúa la rentabilidad de los bonos a dos años en unas rentabilidades estimadas del 2,40% y a 5 años del 3,70%.

En cualquier caso, para compensar el temor que sobrevuela la economía española, los emisores nacionales probablemente tenderán a reducir la incertidumbre con un enfoque que muestre transparencia y donde se reflejen sus fortalezas: mayor aportación de información al mercado, valoraciones externas de riesgo, auditorías, informes periódicos...todo ello con el objetivo de proporcionar mayor seguridad al inversor y que éste tome sus decisiones sin carencias informativas. Conforme mayor sea la contribución de información externa, mayor será la confianza y la transparencia transmitida al inversor, que podría percibir pérdida de credibilidad ante escándalos como el de Pescanova si no se le ofrece un flujo de información fiable y valoraciones independientes.

Para el 2013 el pronóstico es de una menor incertidumbre, aunque los bonos españoles siguen siendo de los más volátiles de la zona euro según Bloomberg.



Actualmente existen 73 emisiones que cotizan en el middel market alemán, el cual a pesar de su leve ralentización a principios de 2012, ha terminado el año con un fuerte incremento de emisores ante las excelentes expectativas y la creciente demanda de este tipo de bonos de alta rentabilidad.

6. Experiencia del middle market alemán en la emisión de deuda corporativa.

Ante las dificultades de acceso a la financiación por parte de las empresas en Alemania a principios de 2010, surge una iniciativa para contrarrestar la pérdida de liquidez financiera: un mercado de emisión de deuda para medianas empresas, lo cual es una práctica muy habitual en mercados anglosajones (como el USPP de Estados Unidos, con emisiones de menos de 100M€ y vencimientos desde 3 a 15 años) pero que en Europa aún generaba reticencias.

A día de hoy ya son cinco las bolsas alemanas que cotizan estos bonos corporativos con un volumen en circulación superior a los 3.000M€. El interés de los inversores en este tipo de activos es tal, que existe una fuerte competencia entre las bolsas que componen este mercado para captar a los mejores emisores.

Gráfico 44. Evolución emisiones 2012 en el mercado alemán.



Fuente: Bolsas alemanas

Actualmente existen 73 emisiones que cotizan en el middel market alemán, el cual a pesar de su leve ralentización a principios de 2012, ha terminado el año con un fuerte incremento de emisores ante las excelentes expectativas y la creciente demanda de este tipo de bonos de alta rentabilidad. En el último año se han colocado emisiones por encima de 1.000 M€ y la reciente incorporación de la bolsa de Munich al *Mid-Cap Bond Market* hace prever una continuidad en éstas. La demanda responde positivamente y algunas de las emisiones han duplicado a la oferta en tan sólo horas desde el comienzo de la emisión.

Este mecanismo permite a las empresas emitir de forma directa en el mercado primario sin necesidad de acudir a la intermediación o a grandes inversores institucionales, y una vez colocada la emisión ésta empieza a cotizar en las distintas bolsas, donde se reparten los bonos entre un mix de inversores minoristas e institucionales. Esto además implica un importante ahorro en comisiones y tasas.

Hoy no basta con tener una idea interesante o un proyecto con futuro para lograr la financiación necesaria. Las limitaciones de crédito son estrictas y los demandantes de financiación, a pesar de contar con propuestas de interés y adecuados niveles de solvencia, ven cerradas las puertas impidiendo la reactivación económica. El **gráfico 45** muestra como a pesar de que la situación de Alemania dista de la recesión presente en la periferia, la financiación de origen financiero se mantiene en niveles excesivamente bajos. Además, en el último trimestre de 2012 el país ha sufrido una retracción de su economía del 0,6%, signo de que a pesar de liderar la economía de la eurozona, su situación es aún frágil.

Este mercado posee una regulación rigurosa, pero no excesiva para empresas de tamaño mediano, al igual que se espera que ocurra en España. Los emisores cuentan con un consultor que presta asesoramiento regulatorio para dar cumplimiento a las exigencias normativas durante todo el proceso.

En lo que concierne a la liquidez del mercado, éste cuenta con QLPs (Quality Liquidity Providers) que se ocupan de las tareas de contratación electrónica. Su función principal consiste en casar las operaciones y ofrecer contrapartida así como asumir posiciones en caso necesario para asegurar la ejecución de las órdenes.

Las empresas que están optando por estas alternativas proceden de diversos sectores, destacando las sociedades energéticas, inmobiliarias e industriales en general tal y como recogía el anterior estudio de Axesor "A creditless recovery".

Los emisores que tienen acceso a este mercado son compañías que a pesar de su mediano tamaño (algunas facturan apenas 20M€), presentan una constatada solidez financiera y buscan la captación de fondos con fines inversores. No se trata de sociedades que requieran capital para salvar tensiones de liquidez coyunturales. Al contrario, el destino de los fondos es principalmente lograr crecimiento y expansión con nuevos proyectos. Ello aporta seguridad en el retorno de los inversores, pues no se trata de refinanciaciones o salvavidas para el circulante, sino que la mayoría de estas compañías han empleado el capital en crear nuevas fábricas para su actividad habitual, nuevas líneas de negocio, ampliar infraestructuras, innovar, etcétera, todo ello con unas perspectivas de contrapartida y crecimiento muy favorables. Visto el éxito de esta iniciativa y de otras similares como la de Oslo ABM, en París comienza a impulsarse desde Alternext el lanzamiento de emisiones similares y la bolsa italiana a través del MOT acaba de crear un segmento donde empresas de menor dimensión puedan tener cabida.

Esta inyección de más de 3.000 M€ de euros en la economía alemana permite por un lado favorecer el entorno y las relaciones comerciales debido al incremento de actividad que supone la obtención de financiación, y por otro lado, captar oportunidades de negocio que requieren de una apuesta financiera. Podemos destacar algunos casos como el de la empresa *Eno energy*, que ha podido contribuir al despegue de la energía eólica en Alemania, *Mitec automotive* que tras 20 años de experiencia en el sector comenzará a comercializar vehículos híbridos o la sociedad agrícola *KTG Agrar* que ha expandido su negocio a través de crecimiento inorgánico mejorando sus resultados y solvencia.

La madurez de las emisiones se sitúa en 5 años de media, asemejándose a los vencimientos de las grandes compañías. Sin embargo, la pertenencia a mercados organizados permite ajustar el horizonte temporal de cada inversor. Tan sólo 7 de las 73 emisiones plantean plazos superiores a 5 años, pero en cualquier caso, la fecha de término nunca supera los 7 años.

Conviene destacar que desde la creación del mercado, no se ha producido ningún default entre los emisores y estos atienden el pago de sus cupones

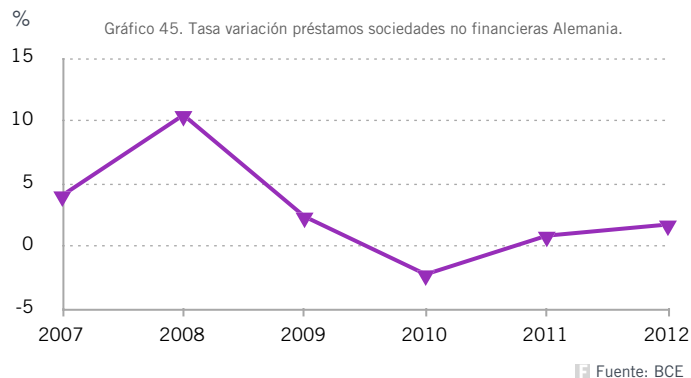
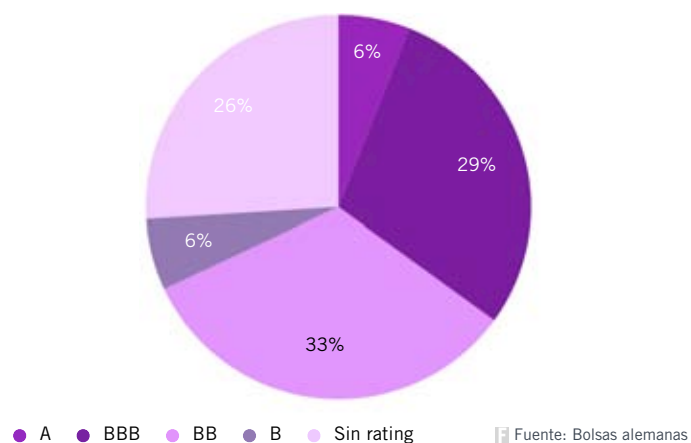


Gráfico 46. Distribución de emisores en el mercado de pymes alemán por rating.



con total normalidad, lo cual aporta un grado adicional de tranquilidad a quienes apuesten por una inversión segura a la par que rentable. Mientras la demanda de este tipo de bonos se mantenga alta, las compañías medianas podrán mantener sus niveles de financiación y por consiguiente seguir emitiendo en condiciones ventajosas para el inversor, dando lugar a un ciclo favorable a ambas partes y a la economía en general.

Para lograr la confianza expuesta, juega un papel crucial el que más del 75% de las emisiones cuenten con un rating de una CRA alemana registrada por la European Security Market Authority (ESMA). Una Agencia de Rating alemana permite a los emisores respaldar su calidad crediticia mediante el uso de ratings adaptados a las necesidades de las medianas empresas. Adicionalmente, la Agencia de Rating en cuestión ofrece la posibilidad de efectuar un seguimiento y revisión de la calificación para que periódicamente se pueda ofrecer a los inversores la máxima transparencia en lo que a nivel de riesgo se refiere.

Todas ellas parten de un rating mínimo de B, lo que podría estimarse en una reducida probabilidad de incumplimiento próxima al 5%, aunque como muestra el **gráfico 46**, la mayor proporción de emisiones se acumula en los niveles de BBB y BB que implican probabilidades de default poco significativas.

En definitiva, encontramos un conjunto de sociedades solventes, con un riesgo muy reducido (incluso aquellas que no llegan a alcanzar el nivel de investment grade) y con unas rentabilidades superiores a las de productos de renta fija con igual nivel de riesgo. Por ejemplo, el tipo medio de las emisiones con rating de A, supera el 6% con un horizonte temporal de 5 años, mientras que la deuda de la eurozona de igual *maturity* apenas alcanza el 2%. Los bonos de mayor riesgo brindan de media cupones por encima del 7,5% anual.

Por consiguiente, existe una clara referencia en Alemania de un mercado que podría asimilarse al mercado alternativo de renta fija para medianas empresas en España. El Bond Market alemán está demostrando unas rentabilidades muy atractivas teniendo en consideración el subyacente que las respalda: sociedades que aun no perteneciendo al segmento de grandes corporaciones, poseen garantías suficientes como para ofrecer niveles de riesgo controlados y avalados por un rating.



Es un dato favorable el que importantes fondos internacionales ya hayan mostrado su interés en financiar a empresas españolas.

7. Posibilidades del nuevo mercado alternativo de renta fija corporativa (MARF).

7.1. Descripción y características del futuro MARF.

Las dificultades de acceso a la financiación son una realidad para la gran mayoría de pymes españolas. Como quedó evidenciado en el estudio elaborado por Axesor “A creditless recovery”, la capacidad de endeudamiento de la empresa española se ha deteriorado fuertemente debido a la intensa crisis financiera, y según datos de la última encuesta del BCE, las perspectivas de la mediana empresa en Europa continúan siendo pesimistas en este aspecto.

Si a lo anterior sumamos el hecho de que la situación económica de las pymes españolas continúa en decadencia, con bajadas tanto de ingresos como de resultados, las posibilidades de mantener estructura o crecer resultan cada vez más difíciles para este segmento. La tasa de variación de la financiación otorgada a las sociedades no financieras continúa en negativo, siendo las compañías de menor dimensión las más afectadas por la limitación del crédito.

Ante este escenario, nace la propuesta del Gobierno para crear un mercado organizado donde las empresas de mediana dimensión puedan captar fondos emitiendo su propia deuda: el mercado alternativo de renta fija corporativa (MARF).

Aunque desde el BCE se ha intentado paliar esta restricción del crédito con fuertes inyecciones de liquidez a las entidades españolas (los depósitos del BCE han crecido un 370% en un año), la financiación al sector privado persiste en contracción tras la recepción de las ayudas según el BdE. La obtención de los fondos europeos, conllevó a cambio la firma de duras condiciones para las entidades beneficiarias y el país. Entre los requisitos específicos recogidos por el *Memorandum of Understanding* hacia las entidades intervenidas y para la mejora de la supervisión y regulación del sector, implícitamente venía impuesto por el artículo 27 la creación de lo que probablemente será el MARF: se instaba a España a reducir la dependencia bancaria mediante alternativas no bancarias para la financiación. Dicho requerimiento debía ponerse en marcha a mediados de noviembre, fecha para la cual, el Gobierno comenzó a anunciar la futura creación del nuevo mercado.

Esta vía de financiación puede suponer importantes beneficios para el impulso y expansión de la economía española, pero a su vez, abre atractivas posibilidades de inversión a los inversores institucionales como veremos posteriormente. Es un dato favorable el que importantes fondos internacionales ya hayan mostrado su interés en financiar a empresas españolas.



Se prevé que las emisiones salgan al mercado con un rating mínimo de B, lo que a pesar de situarse en grado high yield asegura una adecuada calidad crediticia bajo un riesgo de insolvencia muy controlado, estimándose la probabilidad de incumplimiento en un 5%.

Al estilo del actual AIAF, la idea consiste en que empresas denominadas del *middle market* tengan opción a captar fondos de los inversores interesados a través de bonos, permitiendo así a esta categoría de sociedades lograr financiación por vías alternativas a la bancaria.

La principal diferencia con el mercado actualmente en funcionamiento de renta fija reside en que los procedimientos para emitir estarán más enfocados a empresas de mediana dimensión, en lugar de a grandes compañías y entidades financieras. Los costes de entrada a este tipo de mercados son elevados y por tanto, hasta ahora solo asumibles por grandes corporaciones, ya que además, el coste medio decrece a medida que aumenta el volumen emitido. Al enfocarse el MARF a emisiones más reducidas, se espera que los costes medios puedan ser proporcionales a éstas permitiendo el acceso en condiciones competitivas.

Según los últimos informes mensuales publicados por AIAF, el saldo vivo proveniente del sector financiero alcanza ya un 99% sobre el total en circulación. Tras las recientes emisiones de SAREB, este mercado ha quedado copado por entidades financieras careciendo de utilidad para las medianas compañías con necesidades de financiación, tanto por costes como por accesibilidad en general.

Aunque aún no hay datos certeros de cómo va a funcionar el mercado alternativo de renta fija corporativa, el Ministerio ha publicado una propuesta inicial de la que se deduce a grandes rasgos el funcionamiento del futuro mercado.

Como premisa, cabe destacar que este mercado estará dirigido a empresas que a pesar de presentar necesidades de financiación, tengan una elevada solvencia y una situación financiera saneada, de modo que la inversión se materialice en una deuda segura. Se prevé que las emisiones salgan al mercado con un rating mínimo de B, lo que a pesar de situarse en grado *high yield* asegura una adecuada calidad crediticia bajo un riesgo de insolvencia muy controlado, estimándose la probabilidad de incumplimiento en un 5%.

Según los estudios de potencialidad de Axesor, se trataría de compañías que buscan fondos para crecer y abarcar nuevos proyectos de expansión al igual que ocurre en el mercado alemán y no para salvar problemas de liquidez coyunturales. Estimamos que alrededor de 100 compañías cumplirían con el perfil idóneo para emitir en este mercado de manera inmediata, aunque el potencial global del tejido empresarial español pudiera ser muy superior.

Por otro lado, los activos negociados en este mercado estarían dirigidos a inversores institucionales, pues son estos quienes mayores volúmenes de inversión están en disposición de negociar (además de que para atraer su capital los importes negociados deben ser elevados). Esto sin embargo puede limitar el acceso de ciertos inversores, los cuales están restringidos a invertir sólo en activos con cierto nivel de riesgo asociado (medido por su rating). El poseer rating se posiciona



como un requisito forzoso para materializar una inversión en muchos de los casos (fondos monetarios, instituciones de inversión colectiva, etc), exigido en ocasiones incluso por Ley.

Según los análisis llevados a cabo por Axesor, se prevé que en este segmento de empresas la proporción de compañías en *investment grade* sea inferior al que podemos encontrar en el grupo de grandes corporaciones, lo que a su vez, ofrece unas rentabilidades superiores. Aún así, Axesor estima que el 34% de la deuda negociada en el MARF se ubique en este rango de rating, lo cual respalda las emisiones con una elevada calidad crediticia.

Volviendo a la operatividad del mercado, la propuesta recoge que éste funcione a través de un sistema multilateral de negociación buscando una mayor flexibilidad en comparación con los mercados secundarios. Al igual que en los grandes mercados de renta fija, puede ser conveniente que las emisiones del MARF sean accesibles desde plataformas electrónicas de gestión directa (tipo SEND, SENAF o AURIGA). De este modo las contrataciones se efectuarían con mayor autonomía y a su vez estas plataformas compilarían toda la información disponible de la deuda en circulación.

De la propuesta se deduce el interés por minimizar las trabas burocráticas y plazos de emisión con el fin de simplificar las operaciones lo máximo posible. Sin embargo, no es recomendable que se reduzcan en exceso las exigencias de información: cuentas anuales auditadas, informes semestrales y rating. Los

emisores, a pesar de su descontada solvencia, por su tamaño pueden generar reticencias de inversión, por lo que si se simplifican los requerimientos de información y rating, se podría ver mermada la transparencia perjudicando la colocación.

En cuanto a los volúmenes de emisión, como ya adelantaba Axesor hace unos meses, la propuesta del Gobierno baraja emisiones de alrededor de 20 ó 25 M€ y unos plazos cortos de inversión para adaptarse a las necesidades de los inversores institucionales, aunque no se descarta que se emitan distintos tipos de activos que cubran varios tramos de rentabilidad, plazo y riesgo. Puede plantearse como necesario el establecer vencimientos inferiores a los dos años, o bien dotar al mercado de la liquidez suficiente para que sea factible invertir a corto plazo.

La liquidez es otro de los aspectos controvertidos en la creación del mercado. Los inversores institucionales con volúmenes de inversión significativos deben contar con la posibilidad de deshacer posiciones de inversión antes de vencimiento o bien de valorar sus inversiones a precio de mercado en determinados momentos del tiempo, lo que supone que existan cotizaciones y por tanto, movimiento. Es preciso que exista una profundidad óptima del mercado que permita una correcta formación de precios, lo cual implica unas garantías de entrada y salida de los instrumentos y en consecuencia, de liquidez. La propuesta del Ministerio de por sí ya denota como uno de los agentes a la enti-

dad de liquidez, cuya función es la de gestionar la liquidación y compensación de valores y efectivo derivadas de las operaciones ordinarias en los mercados secundarios.

La concepción de las compañías que emitan en términos de imagen corporativa y riesgo también puede influir en el funcionamiento del sistema e indirectamente en la liquidez. Para garantizar la demanda de inversores y la entrada de emisores, conviene que de manera general, las emisiones cuenten con un perfil atractivo y un riesgo bajo o moderado. Es decir, el que las empresas emisoras se perciban con alto riesgo o con una situación desgastada, generará rechazo de nuevos emisores que no quieran verse relacionados con compañías hostiles, y a su vez, por el lado inversor, la existencia de compañías débiles y arriesgadas en el mercado, provocará connotaciones negativas hacia el mismo, viéndose perjudicada la demanda. Todo ello, repercute negativamente en la liquidez, pues supone la reducción del número de operaciones. Es por tanto clave para evitar situaciones de este tipo que el mercado se dote de la máxima transparencia y se ofrezca al inversor la mayor información posible tanto de riesgo como corporativa.

En cuanto a los intermediarios que participarían en el mercado, para facilitar el proceso de emisión y a su vez reducir los costes, se prevé que se unifiquen algunas funciones como la coordinación y asesoramiento de la inversión, o como la colocación y la valoración de la misma. Esto no solo reduciría los costes de entrada a



los emisores, sino que simplificaría la operación y mejoraría los plazos de salida al mercado.

Otro de los aspectos que debería contemplar la emisión es la posibilidad de ampliar la emisión de deuda con nuevos tramos asociados al mismo programa, reduciendo así las trabas burocráticas y facilitándose las nuevas emisiones.

Por último, existen ciertas restricciones legales que podrían obstaculizar el correcto funcionamiento del MARF, como por ejemplo, la limitación de emisión sólo a sociedades anónimas. Sería preciso por tanto modificar la legislación para que las sociedades limitadas puedan emitir, pues según el mencionado estudio de potencialidad de Axesor, entre los posibles emisores se encuentra un 26% de sociedades con dicha forma jurídica. Por lo pronto, ya se ha modificado la limitación del volumen de emisión (Ley de sociedades anónimas, art. 405) restringiendo sus efectos en función del tipo de inversor. Anteriormente este límite venía determinado en la Ley de Sociedades de Capital por la cuantía de fondos propios más reservas, pero en base a la experiencia de otros mercados similares, tal proporción no resulta determinante (según datos de Axesor, un 32% de las sociedades con potencial de emisión incumpliría esta prohibición).

En conclusión, se espera que el mercado alternativo de renta fija esté en marcha antes de fin de año y que acapare el interés tanto de emisores como de inversores. Las mejores empresas con perspectivas de crecimiento lograrán una vía eficaz de conseguir la tan ansiada financiación hoy día y los inversores podrán incrementar la rentabilidad de sus carteras sin ver ampliado el riesgo de la misma. Como veremos posteriormente, la inversión en el MARF se posiciona como una oportunidad muy atractiva.

7.2. Comparativa con otras alternativas públicas de financiación.

La continua preocupación por la escasez de financiación de las pymes y el cumplimiento del *Memorandum of Understanding* en su objetivo de lanzar nuevas vías de financiación que reduzcan la dependencia bancaria, ha llevado a poner en marcha o proponer algunas otras alternativas

de mediación pública para la financiación del segmento empresarial más desfavorecido, pero como desarrollamos en este epígrafe, la propuesta del MARF es la que mayores beneficios puede reportar tanto a inversores como al Estado español.

Una de las alternativas barajadas en el plan de estímulo económico y apoyo al emprendedor para reactivar la financiación fue la emisión de pagarés de pequeñas empresas que contasen con aval público a modo de garantía. Sin embargo, el provisionar esta deuda implicaría un respaldo estatal que podría afectar a las cuentas públicas de manera negativa tal y como se informó desde el propio Ministerio de Hacienda. Además, si los emisores por su reducido tamaño no pudiesen transmitir información suficiente a los inversores acerca de su solvencia, sus pagarés podrían ser poco demandados.

Adicionalmente, se anunció una intensificación de las líneas de liquidez del ICO. Concretamente se ofrecerá una mediación especial para pymes con un presupuesto de 22.000 M€ para otorgar préstamos en 2013. Ya en 2012 el esfuerzo por parte del Instituto de crédito oficial se plasmó en un 32% de aumento de los préstamos respecto al año anterior (un total de 27.532 M€), aportando más de 10.000 M€ a las pymes españolas. Concretamente ha sido destacable su participación en el Fondo Español para la financiación del pago a proveedores (FFPP) que se creó mediante un gran préstamo sindicado para rescatar a las administraciones públicas con pagos pendientes a sus proveedores. El ICO además de aportar más de 6.000 M€ al fondo se ocupó de gestionar la operación y abonar las facturas pendientes, suponiendo ello un importante respiro para las pymes afectadas.

Sin embargo, como dato negativo, las dotaciones de provisiones del ICO crecieron más de un 80% respecto a 2011. Ello hace prever una deteriorada calidad crediticia de los préstamos concedidos, lo cual podría provocar efectos perjudiciales para los fondos públicos. Además, precisó recurrir a los mercados de capitales para captar 19.000 M€. La financiación de estas compañías de cara al inversor no ha supuesto grandes ventajas, pues al actuar el ICO como mediador, ha sido la propia institución quien ha emitido la deuda respaldada en las pymes receptoras de los fondos, comunidades autónomas con dificultades de liquidez, etc. Los inversores podrían estar asumiendo de manera indirecta los riesgos asociados a los anteriores subyacentes, pero bajo una rentabilidad mucho más ajustada (entre el 3% y 4%) por tratarse el emisor de un organismo público. Se puede decir que existe por tanto cierto coste de oportunidad soportado tanto por el Estado como por los inversores a favor de las pequeñas y medianas empresas españolas.

Por otro lado, se crearon vías similares a la emisión de pagarés pero basadas en la intermediación financiera. Es el caso de los fondos FTPYMES. Estos fondos de titulización de activos son un mecanismo de transferencia de riesgo (préstamos o créditos) que lleva asociada la generación de liquidez para el cedente (entidad financiera). Solo se consideran fondos FTPYME aquellos títulos que al menos en un 50% de su importe hayan sido concedidos a pymes con un vencimiento superior al año, o bien aquellos que destinen un 80% de la liquidez obtenida en nuevos préstamos para pymes en los dos años siguientes. Los bonos emitidos por los fondos FTPYME con calificación AA equivalente o superior, pueden obtener un aval por parte del Estado a través del Tesoro Público de hasta un 80 % de su importe. Las comisiones por otorgar el aval también están ligadas al rating. Todos los valores emitidos por un fondo de titulización que sean avalados por el Estado deben negociarse en un mercado oficial español de valores.

En la última convocatoria, año 2011, se constituyeron cuatro fondos, pero durante 2012 no se ha creado ninguno nuevo. La emisión total de bonos realizada por estos cuatro fondos, que han recibido 1.660 M€ en avales del Estado, alcanza la cifra de 3.689 M€ de los que al menos el 80% (2.951 M€) han debido destinarse según exponía la normativa a nuevos créditos y préstamos para PYMES durante 2012, y el resto hasta completar los 2.951 M€, tendrá salida durante 2013. Al igual que en el caso anterior, aunque el riesgo que subyace a la inversión son los pagarés titulizados, los emisores son SPV y por tanto la rentabilidad que

Las recientes decisiones de política monetaria por parte del BCE se transmitieron con éxito a los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios de los países centrales de la UEM (Alemania, Francia, Holanda, Bélgica, Austria), así como al resto de mercados, logrando un descenso generalizado de los costes de financiación de las empresas y del Estado.

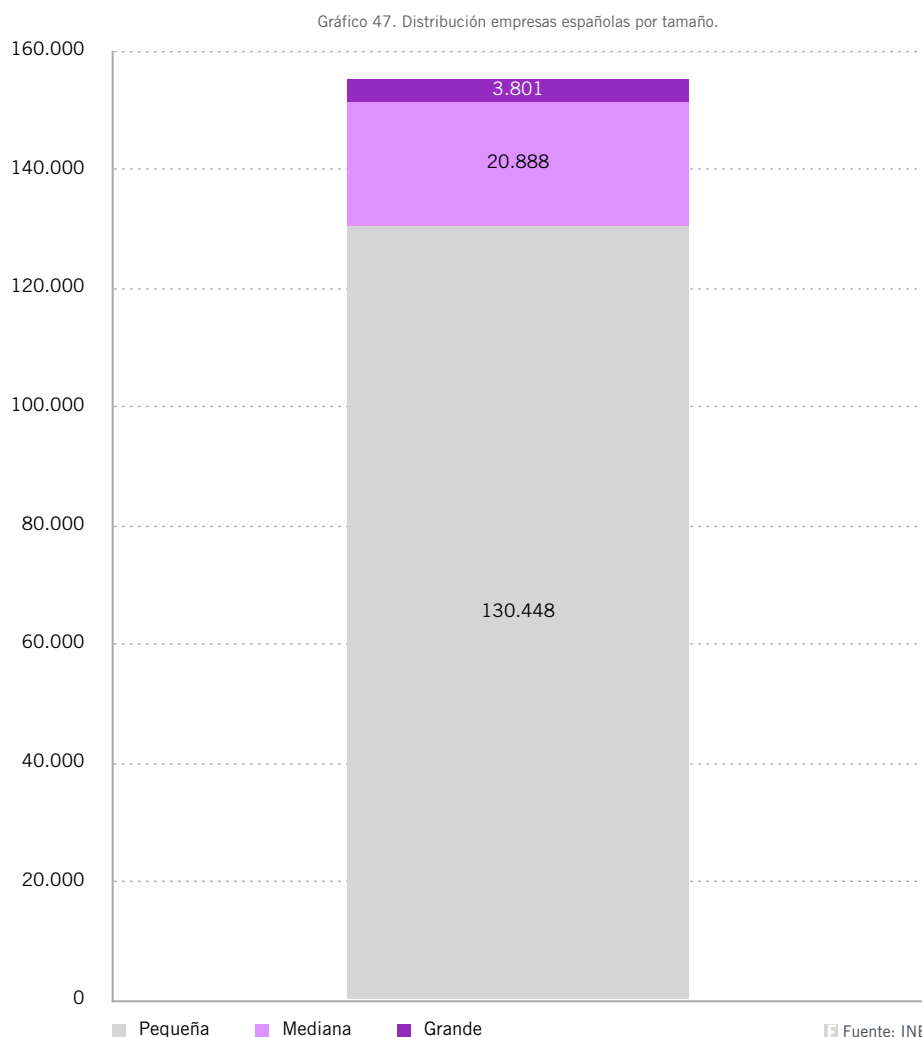
ofrecen al inversor no es tan atractiva como la que podrían ofrecer las propias pymes que son quienes reciben la financiación final.

Otra de las recientes iniciativas de origen público (o mixto en este caso) para facilitar la financiación es el lanzamiento de un fondo de inversión por parte de Cesce destinado a captar fondos de las empresas no financieras del Ibex 35. Esta inversión se materializa en facturas pendientes de cobro de pequeñas y medianas empresas españolas que cuenten con el respaldo del seguro de crédito de Cesce. El fondo operará bajo la regulación de Luxemburgo y se estima que cuente con un patrimonio inicial de 75 M€. Esta opción no puede ser valorada como alternativa para inversores institucionales pues está enfocada solo a empresas del Ibex bajo una visión de responsabilidad social. Aunque el riesgo de los inversores es escaso al tratarse de sociedades con seguro de Cesce, en este caso es la propia empresa (pública por el momento) quien asume el riesgo de insolvencia a través de su negocio convencional.

Valorando de manera conjunta las distintas alternativas llevadas a cabo por iniciativa pública, se deduce que la propuesta del Mercado alternativo de renta fija es la que mayor importe podría captar de inversores institucionales, con una menor implicación e intervención pública y ofreciendo como veremos posteriormente, rentabilidades más favorables al inversor con un nivel de riesgo similar. El MARF por lo tanto se plantea como una oportunidad interesante tanto desde el punto de vista emisor como inversor. Dadas las ventajas y beneficios que supondría para la economía la captación de fondos a través de este mercado, el esfuerzo público podría orientarse hacia incentivos fiscales que equipararan la inversión en el MARF a la de mercados secundarios oficiales. Por lo pronto, el Gobierno ya ha planteado en su Programa Nacional de Reformas 2013 destinar una partida de 1.000M€ para que se canalicen a través del ICO en inversiones en el MARF. El impulso público puede ser el mejor mecanismo de que cobre protagonismo y se incentive esta nueva vía de obtención de recursos destinada a reducir la dependencia bancaria y reactivar la complicada situación que atraviesa España.

7.3. Rango estimado de rentabilidad y de riesgo.

Observando la distribución de sociedades por tamaño en el territorio español, se advierte la predominancia de pequeñas empresas, ello sin considerar las microempresas que suponen la gran base de la pirámide alcanzando más de 1,2M de sociedades. Aún así, el mercado de medianas empresas español es muy amplio como se puede ver en el **gráfico 47**. Son éstas por su tamaño medio las que se encontrarían en disposición de participar en el futuro MARF.



El requisito fundamental para que la emisión de deuda sea factible pasa por ofrecer garantías de seguridad, no sólo las del mercado en términos de operatividad y liquidez, sino en lo que se refiere al propio riesgo del emisor.

Según los análisis llevados a cabo por Axesor y en base al comportamiento de riesgo observado en nuestra experiencia, en España a pesar del duro entorno económico, encontramos una proporción significativa de sociedades medianas cuya estructura financiera se mantiene firme y resiste las adversidades mostrando una sobrada solvencia, consecuencia de una buena gestión y una moderada exposición al riesgo durante la crisis. Ello unido a que la empresa española se encuentra en un proceso de ajuste y contención de costes que está provocando un incremento de la eficiencia en la gestión y en la productividad en general de los recursos, da lugar a unas empresas adecuadamente preparadas para afrontar la disciplina de un mayor endeudamiento de manera sostenible.

La austeridad de las medidas políticas unida a la necesidad de adaptar las estructuras a los niveles de negocio actuales, lleva a aplicar políticas que nunca antes habían sido necesarias. Los gastos superfluos desaparecen, la eficiencia de los costes laborales roza máximos y los esfuerzos para no reducir negocio son cada vez mayores, implantando nuevas estrategias que cambien la tendencia. Todo ello da lugar a un conjunto de empresas sólidas, con proyección favorable y escaso riesgo cuyo futuro podría alcanzar ambiciosas metas de contar con el impulso financiero que ello requiere.

Uno de los métodos más completos para valorar qué empresas se ubican bajo esta categoría de “empresas top” y cuáles no, pasa por la obtención de un rating registrado por la European Security Market Authority – ESMA, donde una agencia de rating con conocimiento experto en el análisis de empresas, otorgue una calificación crediticia que permita al inversor identificar el riesgo real de sus decisiones. Además, gracias a ello se reducen notablemente las asimetrías de información.

En el estudio publicado por Axesor “A creditless recovery” se analizaron las sociedades que potencialmente podrían cumplir con los requerimientos de solvencia y riesgo necesarios para emitir en el futuro mercado alternativo de renta fija corporativa. Encontrábamos un conjunto superior a 700 sociedades que por criterios de tamaño, riesgo y necesidad de financiación respondían al perfil de emisor. Se trataba de compañías saneadas, con adecuado respaldo financiero, diversificadas, internacionalizadas, innovadoras, muy rentables y en crecimiento.

Como se ha mencionado, es importante que el perfil de empresa emisora sea atrayente, no sólo para captar inversión sino para fomentar la propia emisión, ya que el mercado en caso contrario podría ver su imagen deteriorada y generar reticencias en sus operaciones, afectando negativamente al funcionamiento y liquidez del mismo.

Haciendo foco en aquellas sociedades que por sus circunstancias y características cuentan con una mayor posibilidad de emitir, existen en torno a 100 compañías españolas que podrían encajar en una primera fase de la emisión. Son sociedades con beneficio estable y capacidad de endeudamiento suficiente para asumir responsabilidad sobre nueva deuda, y por supuesto, dando por hecho siempre un rating mínimo aceptable.

En lo que se refiere a riesgo, 3 de cada 10 sociedades responden a una calidad crediticia estimada de BBB (*investment grade*), lo que se traduce en una probabilidad de insolvencia estimada inferior al 1%. Más de la mitad del grupo analizado, se ubicaría bajo un rating estimado de BB, lo que igualmente responde a una mínima probabilidad de default por debajo del 2% de manera aproximada. Es decir, según los datos analizados por Axesor, el 34% de las sociedades seleccionadas supera el rating de BBB y el 66% restante permanecería bajo el mayor de los grados de la escala *high yield* (BB).

Son por tanto sociedades con un nivel de riesgo bajo, pero con una posición financiera y competitiva muy ventajosa a la que quieren extraer el máximo partido posible. Es por eso, que este tipo de sociedades como ya vimos en el anterior estudio (en términos de rentabilidad económica y apalancamiento) está en disposición de retribuir a sus inversores holgadamente, pues es mayor el coste de oportunidad de no afrontar sus proyectos de crecimiento que el de la propia financiación, tan escasa a día de hoy. Precisamente la ausencia de financiación de los últimos años y la elevada dependencia bancaria, podría conllevar el que estas sociedades se vean en la necesidad de recompensar a los inversores con atractivos retornos a pesar de su reducido riesgo, que como ya hemos expuesto, quedaría a niveles incluso por debajo del 1% de probabilidad de *default*. No sólo podría penalizar a los emisores la ley de oferta y demanda de crédito, sino que la pertenencia a España supone un hándicap que constituye un coste extra para el emisor, aunque como ya hemos visto, las empresas españolas del segmento analizado quedarían muy levemente afectadas por el riesgo país e incluso el hecho de pertenecer a España y adaptarse a los acontecimientos las hace aún más eficientes de cara al inversor.

Se trata de una excelente coyuntura para los inversores, pues el binomio rentabilidad-riesgo podría ser muy ventajoso para estos: sociedades solventes y rentables, con un rating que respalde su buen hacer, eficientes, diversificadas y con futuro prometedor, pero que a causa de ser compañías me-

Gráfico 48. Distribución potenciales emisores por rating.

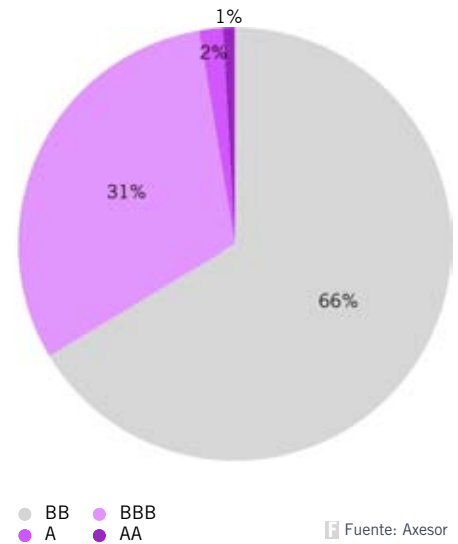
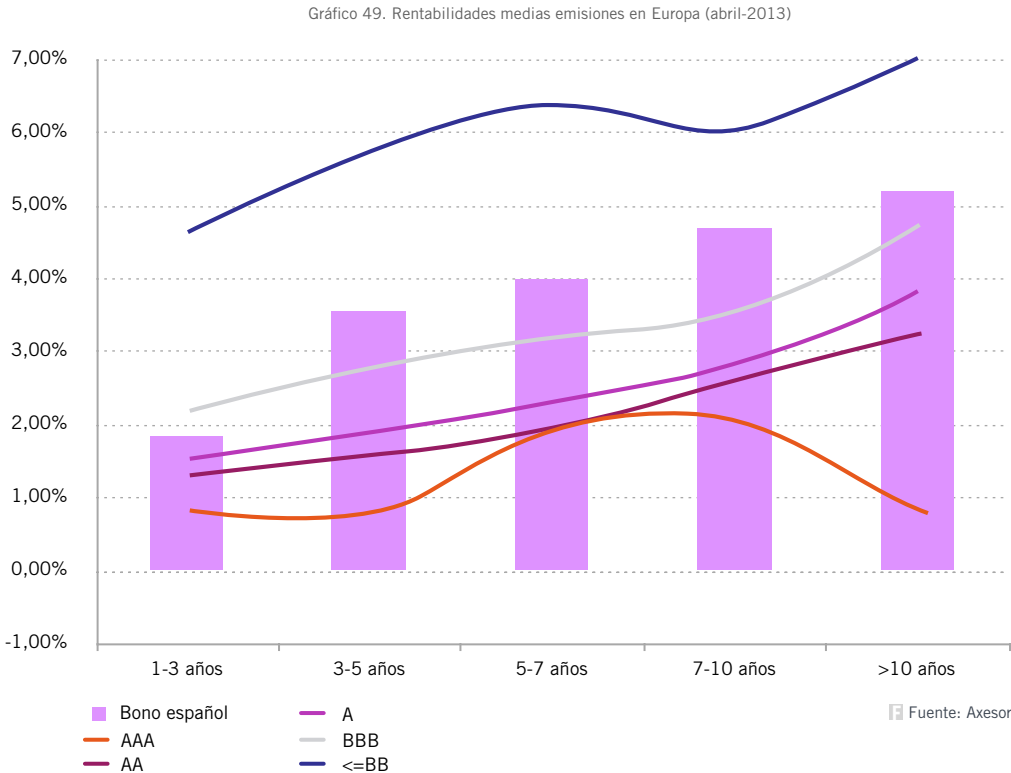


Tabla 3. Rangos de rentabilidad estimados del Mercado alternativo de renta fija.

Rating / Vto	1 año		2 años		3 años		5 años		6 años		7 años	
	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo
AAA	1,36%	1,68%	1,75%	2,21%	2,41%	2,68%	3,11%	3,75%	3,56%	4,15%	3,45%	4,07%
AA	1,62%	2,09%	1,94%	2,36%	2,86%	3,61%	3,58%	4,86%	4,01%	5,69%	4,07%	5,79%
A	2,75%	3,29%	3,29%	3,68%	4,18%	5,07%	5,12%	7,02%	7,11%	8,03%	7,14%	7,84%
BBB	3,62%	4,78%	4,20%	5,15%	5,37%	6,50%	7,12%	8,19%	7,97%	9,21%	8,10%	9,36%
BB	4,12%	5,28%	5,17%	6,22%	7,28%	8,29%	8,23%	9,85%	9,09%	10,78%	8,74%	10,24%
B	5,48%	6,42%	6,58%	7,67%	7,98%	9,42%	9,62%	11,88%	10,19%	11,90%	9,78%	11,78%
<=CCC	5,98%	7,02%	7,15%	8,43%	10,35%	12,29%	-	-	-	-	-	-

Fuente: Axesor



dianas, españolas, en un escenario de ausencia total de liquidez, están en disposición de compensar al inversor en un grado superior al que podría corresponder a su riesgo.

En cualquier caso, la rentabilidad se encuentra condicionada tanto por la solvencia que demuestre el inversor como por el rating y el plazo de la inversión, que juegan un papel determinante a la hora de cuantificar el rendimiento de ésta.

Además de lo anterior, también influye de manera significativa la oferta y la demanda. Los países como EEUU donde existe un mercado de deuda ampliamente desarrollado y cuya demanda acompaña a las emisiones, ofrece de media unas rentabilidades inferiores por tramo de rating a los de sociedades que emiten en Europa, donde la oferta de este tipo de bonos es mucho más reducida. Ejemplo de ello es el caso de Telefónica, que cuenta con emisiones tanto en mercados europeos como en no comunitarios (Suiza, EEUU...) y el coste asociado a cada país en el mismo momento temporal y con el mismo vencimiento dista hasta en 78 puntos básicos a pesar de que las condiciones de la empresa no varían (mantiene igual rating).

En España los mercados de deuda aún están muy limitados para las sociedades no financieras, aspecto por el cual tanto oferta como demanda hasta ahora se han situado en bajos niveles. Sin embargo, por los motivos que recogemos a lo largo del estudio y las actuales circunstancias del país, cabe esperar un mayor desarrollo de la oferta próximamente, lo que sin duda repercutirá positivamente en las rentabilidades ofrecidas al inversor como recoge la matriz (tabla 3).

La matriz recoge los distintos rangos de rentabilidad que cabe esperar que se presenten en el mercado alternativo de renta fija en función del rating del emisor y el vencimiento de la deuda con el fin de que el inversor pueda prever y comparar en términos de rentabilidad el riesgo que asume en los distintos plazos.

Tabla 4. Comparativa rentabilidades medias renta fija española a 5 años.

Opciones de inversión 5 años	Rentabilidad media
MARF	6,86%
Fondos inversión	1,98%
Planes pensiones	1,95%
AIAF	2,75%
Deuda pública	2,84%

Fuente: Inverco, AIAF, Tesoro público y elaboración propia.

Aunque en principio como ya se ha expuesto el mercado estaría enfocado a las sociedades con una adecuada calidad crediticia, para los periodos más cortos de tiempo se plantean también las rentabilidades que bonos de inferior rating podrían ofrecer. Los plazos más amplios serían cubiertos por sociedades con menor probabilidad de insolvencia.

La matriz ha sido construida aplicando el conocimiento interno de Axesor como experto en riesgo y Agencia de calificación registrada por la autoridad europea ESMA, lo que le permite disponer de una amplia experiencia y know how en la estimación de riesgo así como una extensa base de datos a partir de la cual evaluar los resultados observados a través de metodología y criterio experto financiero.

Asimismo se han tomado como referencia las prácticas en mercados análogos internacionales y los datos agregados de los índices de referencia en iBoxx para emisiones europeas, procurando los ajustes convenientes en función del país, tamaño del emisor, situación económica y tipología de emisores. Igualmente han sido consideradas las curvas de interés de los distintos activos y las emisiones de deuda pública de la Eurozona con el fin de matizar a través de los spreads pertinentes los distintos rendimientos y ajustar el teórico riesgo país.

Todo ello ha sido enmarcado en la situación macroeconómica del país, pues no debemos olvidar que se trata de un mercado con origen español y por tanto la economía nacional puede condicionar las cotizaciones del MARF. Es clave tomar en consideración la estructura de tipos de interés marcada por el Banco Central Europeo en su política monetaria así como su evolución, pues en la actual situación los agregados monetarios juegan un papel clave en el sistema financiero, los mercados y la economía en general. A su vez, el riesgo país que los inversores descuentan en España provoca un “cambio de origen” respecto a los bonos de similar riesgo en Europa, haciendo que las rentabilidades esperadas del MARF partan de un escalón superior como venimos justificando a lo largo del documento. Ejemplo de ello puede observarse en el gráfico 49.

En cualquier caso, es preciso matizar que las rentabilidades han sido estimadas tomando como fecha de referencia el inicio de 2013, y por tanto, están sujetas a variación en función de cómo evolucionen las condiciones económicas y del mercado. Además, la información disponible sobre la configuración del mercado es escasa, lo cual repercute en que las estimaciones no dispongan del nivel de detalle deseado, pudiendo ser las rentabilidades distintas a las reales una vez puesto en marcha el MARF.

En la medida en que el mercado se consolide, se genere una mayor confianza sobre el mismo y se cimiente una masa de inversores recurrentes, las rentabilidades podrían presionarse a la baja, pero el desconocimiento inicial previsiblemente sea compensado por los inversores con una penalización del coste de emisión, repercutiendo positivamente en las rentabilidades exigidas.

Asimismo, el apetito por el riesgo de los inversores puede ser determinante a la hora de establecer el coste de una emisión. Conforme la demanda de activos con mayor grado de riesgo crezca, los tipos pudieran ceder a la baja y viceversa. La oferta y la demanda ejercerán presiones en uno y otro sentido conformándose distintos precios en función de cada escenario.

La liquidez que finalmente exista en el mercado igualmente podrá disponer cambios en los tipos propuestos. Si tal y como se prevé, el mercado se diseña de modo que exista una correcta formación de precios, se podrá contar con una liquidez adecuada y por tanto las rentabilidades se inclinarán a la baja, pero en el momento inicial, ésta será limitada y ello fuerza a que las rentabilidades sean superiores.

A su vez, la actual prima de riesgo sufre cierta volatilidad como ya se ha expuesto, lo que podría dar lugar a condiciones muy dispares en función de su evolución. Aunque como hemos visto, la influencia de la economía española en estas sociedades emisoras es muy reducida, es inevitable que la situación del país afecte al mercado que nos ocupa. Con lo cual, si la prima de riesgo continúa su senda

Las recientes decisiones de política monetaria por parte del BCE se transmitieron con éxito a los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios de los países centrales de la UEM (Alemania, Francia, Holanda, Bélgica, Austria), así como al resto de mercados, logrando un descenso generalizado de los costes de financiación de las empresas y del Estado.

descendente, cabe esperar que las rentabilidades expuestas tiendan a bajar.

Por último, la política fiscal que se defina en torno al MARF también podría afectar a las rentabilidades esperadas, tanto desde el punto de vista del emisor, quien puede ver reducido su coste neto si se aplican medidas que faciliten el acceso a esta financiación, como del inversor, que podría ver disminuido el impacto fiscal de sus rendimientos de capital mobiliario en caso de aplicarse incentivos.

En definitiva, las rentabilidades esperadas del MARF superan notablemente para la mayoría de plazos y ratings las ofrecidas por títulos de igual riesgo y duración en otros mercados de deuda por los motivos expuestos en los párrafos previos. La tabla 4 es un claro ejemplo de ello: si comparamos las rentabilidades medias a inicios de 2013 de las principales opciones de inversión en renta fija en territorio español a un plazo de 5 años, las expectativas del futuro MARF superan considerablemente a las actuales alternativas.

Se trata por tanto de una oportunidad para el inversor que por primera vez en España podrá optar a emisiones de compañías medianas con una adecuada capacidad financiera obteniendo como contrapartida excelentes rendimientos en relación al riesgo medio estimado debido a las circunstancias macroeconómicas y la devaluación interna que atraviesa al país, a la vez que le permitirá diversificar su portfolio de inversión con bonos industriales cuyo ratio rentabilidad-riesgo es de gran atractivo.

Delegación Madrid

C/ Alcalá nº 52 - 2ª Planta
28014 Madrid
Tel: 902 10 10 33

Delegación Barcelona

C/ Valencia 231 3º 2ª
08007 Barcelona
Tel: 902 10 10 33

Delegación Granada

Parque Empresarial San Isidro,
Ctra. Granada-Armilla s/n, Edificio axesor
18100 Armilla, Granada
Tel: 902 10 10 33

www.axesor.es
902 10 10 33



Gabinete
de estudios
económicos
axesor

axesor
conocer para decidir