

La banca, principal emisor en los mercados

1. Introducción

El entorno favorable con que arrancaba el año en los mercados financieros ha permitido intensificar la actividad emisora en los mercados de renta fija europeos y españoles. Esta agilidad en la capacidad de respuesta ante dichas condiciones, junto con la buena aceptación por parte de los inversores ante tipos bajos, ha sido aún más evidente en el sector bancario, tanto en Europa como en España. Dicho sector ha aprovechado el momento favorable de mercado para acelerar sus emisiones vinculadas a la presión regulatoria, ya que se acerca el calendario de cumplimiento de la normativa de resolución, concretamente, la ratio de exigencia de pasivos con capacidad de absorción de pérdidas (MREL, por sus siglas en inglés).

En este sentido, cabe resaltar dos aspectos en la reciente oleada de emisiones bancarias en España. Por un lado, tras haber realizado en años anteriores una importante actividad emisora de los instrumentos más subordinados (CoCo y Bonos Subordinados), se observa ahora un giro hacia pasivos con un menor coste, como la deuda *senior non preferred*, que también computan a efectos de la ratio MREL. Por otro lado, es destacable la ampliación del número de emisores, con presencia creciente de entidades de menor dimensión.

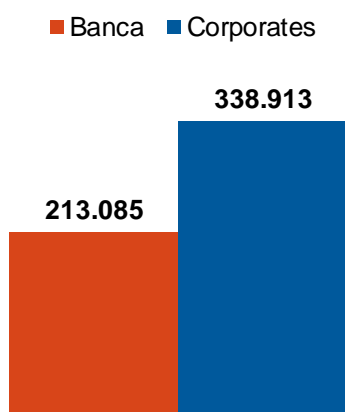
Por ello, no debe sorprender que, en España, en mayor medida incluso que en Europa, el sector bancario haya sido el protagonista destacado en el mercado de emisiones privadas durante las primeras semanas del año, superando claramente al resto de sectores privados (Corporates).

2. Volúmenes de emisiones y TIR (“correlación” entre tipos y volúmenes)

Las condiciones de financiación han mejorado sensiblemente en los últimos meses. Cabe reseñar que dos de los principales focos de riesgos que impactaban en 2019 se atenuaron a finales de año: por un lado, el acercamiento de posturas entre EEUU y China, que ha acabado materializándose en la firma de una primera fase del acuerdo comercial entre ambas potencias; por otro lado, la definitiva aprobación de un “Brexit ordenado”.

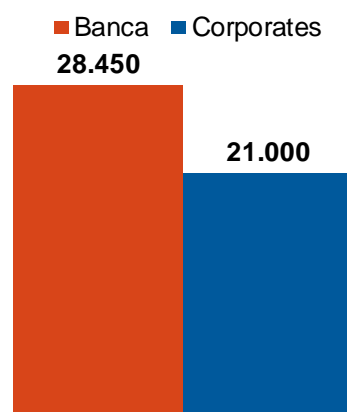
Todo ello sirvió de acicate para la mayor apelación experimentada en el mercado primario de emisiones en las primeras semanas del año, que se enfriarían algo en la segunda mitad del mes de enero al hilo de la emergencia sanitaria en China.

Gráfico 1. Volumen de emisión en 2019 en Europa (millones euros)

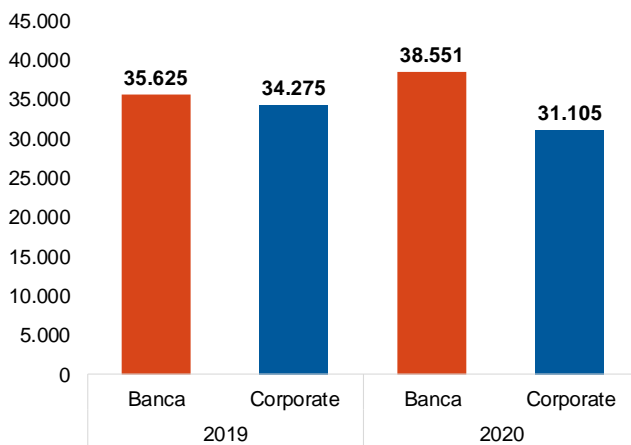


Fuente: Afi, Reuters

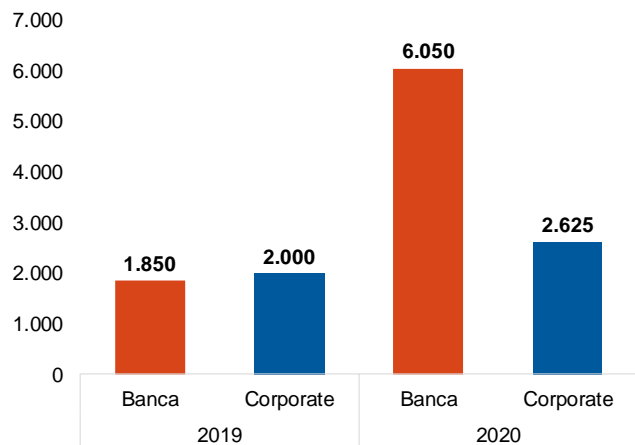
Gráfico 2. Volumen de emisión en 2019 en España (millones euros)



Fuente: Afi, Reuters

Gráfico 3. Volumen de emisión en enero 2020 vs. enero 2019 en Europa (millones euros)


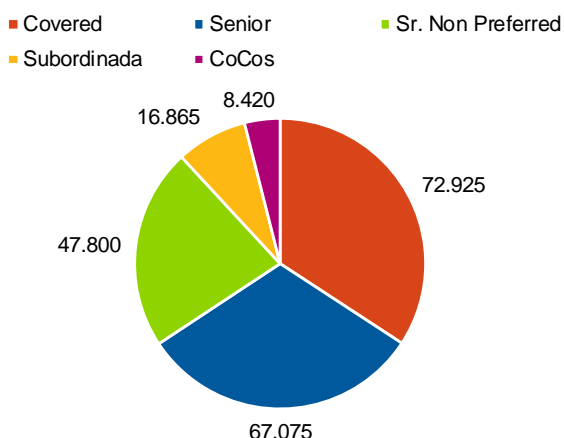
Fuente: Afi, Reuters

Gráfico 4. Volumen de emisión en enero 2020 vs. enero 2019 en España (millones euros)


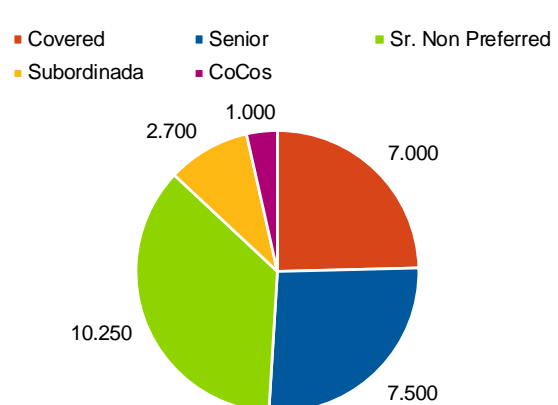
Fuente: Afi, Reuters

Aunque la actividad emisora de la banca ha tenido tradicionalmente una notable concentración en los inicios de año, lo cierto es que esa intensidad se ha acelerado en el presente año. Los más de 6.000 millones emitidos por la banca en enero triplican la emisión del mismo mes de 2019; superan las emisiones de todos los demás sectores privados juntos, representando casi un 18% del total de emisiones realizadas por la banca europea en el mismo periodo.

Por otro lado, en el análisis del desglose de emisiones por instrumentos, se pone de manifiesto el creciente sesgo hacia instrumentos con capacidad de absorción de pérdidas (CoCo, subordinadas, y *Senior non-preferred*), con el objetivo de ir completando los requerimientos asociados al MREL. Esos instrumentos elegibles para MREL representan, en el caso español, más de la mitad de las emisiones realizadas por la banca en el último año, mientras que en Europa predomina el peso de *Covered Bonds* y Bonos senior.

Gráfico 5. Emisiones bancarias en Europa (2019, mill. de euros)


Fuente: Afi, Reuters

Gráfico 6. Emisiones bancarias en España (2019, mill. de euros)


Fuente: Afi, Reuters

Esta mayor emisión de instrumentos elegibles para MREL en el caso español tiene que ver, aparte de con la aceleración en el cumplimiento de los requisitos (en la siguiente sección analizamos la situación al respecto), con la clara mejora en las condiciones de emisión de los mismos, como se puede observar en el gráfico 7.

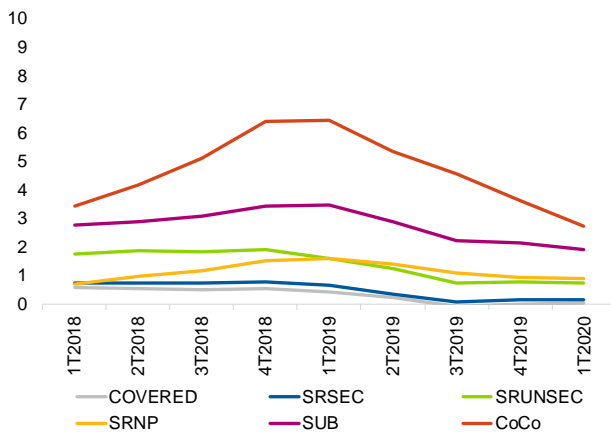
La diferencia entre las TIR por instrumentos se debe al orden de absorción de pérdidas: CoCo en primer lugar, subordinadas a continuación, y *Senior non-preferred* en tercer lugar, siendo este instrumento el más reciente en términos de su regulación en España (2017), lo que explica la intensidad de su emisión en dicho año y posteriores, permitiendo a las entidades incorporar un instrumento elegible para MREL y con coste mucho más reducido que los CoCo o subordinadas.

En todo caso, la importante mejora en las condiciones de emisión de estos últimos les ha hecho recuperar un gran atractivo, bien para llevar a cabo emisiones por parte de entidades nuevas, o para realizar la sustitución de algunas emisiones anteriores “caras” mediante el ejercicio de la *call* que todas ellas incorporan. Este sería el principal factor explicativo de la importante actividad emisora de CoCo en el arranque de 2020, como ilustra el gráfico 8.

Esa opción de la *call* para aprovecharse de unas más favorables condiciones de emisión, es una lógica decisión financiera, tal y como explicábamos en una [nota anterior](#); y no tiene nada que ver con mayores o menores niveles de solvencia, o de señalización al mercado. Se ejerce la opción cuando es más barato emitir un nuevo CoCo, y no se ejerce en caso contrario.

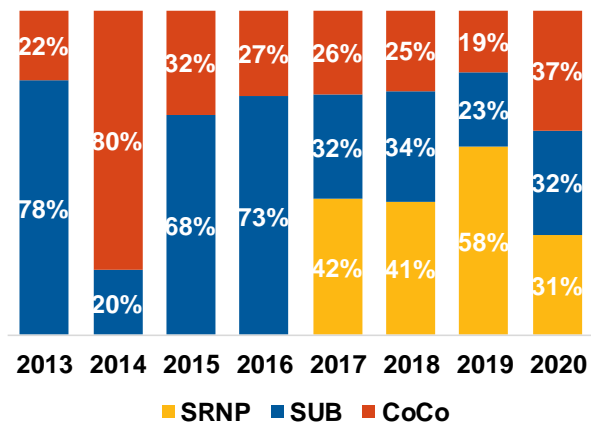
En todo caso, y sin menoscabo de esas decisiones por razones puramente financieras y de mercado, en la planificación de las emisiones por parte de las entidades juega un importante papel el calendario previsto, así como la situación respecto al mismo, para el cumplimiento de los requerimientos de MREL, en el marco de la nueva normativa sobre resolución bancaria, aspecto que analizamos en la siguiente sección.

Gráfico 7: TIR media de emisiones en Europa (%)



Fuente: Afi, Reuters

Gráfico 8: Composición de emisiones en Europa



Fuente: Afi, Reuters

3. MREL: requerimientos y nivel “actual”

La ratio MREL (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*) constituye un requerimiento regulatorio adicional (a los de solvencia) para las entidades de crédito europeas, y con carácter preventivo, al tener como finalidad la preparación de la entidad ante una hipotética declaración por parte del supervisor de no viabilidad (*failly or likely to fail*) y posterior entrada en resolución.

Por tanto, se trata de crear un colchón para que la entidad cuente con capacidad de absorción de pérdidas suficiente, además de su posterior recapitalización¹. Todo ello, a través de la utilización de los recursos propios y pasivos de la entidad, en aras de minimizar el recurso a ayudas públicas (*bail-out*), como ocurrió en la crisis anterior.

El nivel de este requerimiento se determina de forma individual (entidad a entidad) por la Junta Única de Resolución (SRB) para las entidades significativas, mientras que las autoridades nacionales competentes hacen lo propio para las entidades menos significativas. Dicho nivel dependerá del perfil de riesgo de la entidad y otros elementos que puedan obstaculizar la resolución (complejidad de la estructura, interconexiones, continuidad operativa, etc.), además de la estrategia de resolución establecida.

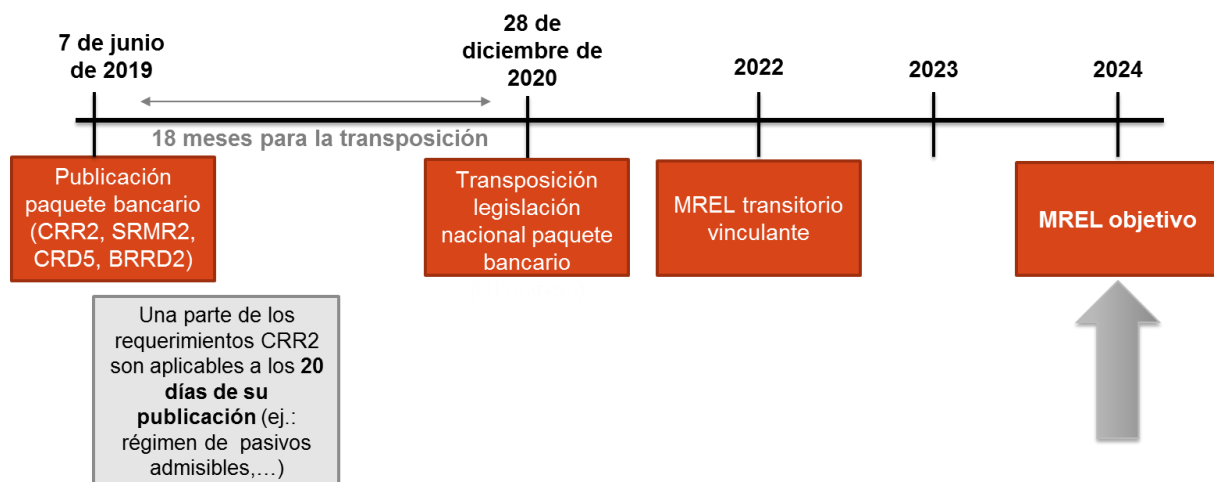
¹ Esto dependerá de la estrategia de resolución, ya que tanto el SRB como la reciente publicada BRRD II distinguen entre las siguientes situaciones: *bail-in* completo, venta de negocio, banco puente, o sociedad gestora de activos. De tal forma que, la normativa permite ajustes al alza o a la baja en la calibración del MREL en función de dicha estrategia.

Al igual que ocurrió con los nuevos requerimientos de capital (Basilea III), las exigencias asociadas al MREL también descansan en un período de adaptación (*phase-in*) tanto por parte de la entidad como por el mercado. Esto último es importante para el requisito MREL ya que se requieren importantes esfuerzos en cuanto a volúmenes de emisión en instrumentos elegibles que el mercado absorberá de forma gradual.

Como se puede observar en el gráfico 9, el 1 de enero de 2024 es la fecha límite para cumplir con los requerimientos de MREL por parte de las entidades, conforme a la reciente publicada BRRD II, aunque las entidades deberán cumplir en 2022 un MREL intermedio vinculante.

Asimismo, se permite cierta flexibilidad para entidades de menor tamaño ya que las autoridades podrían prorrogar el plazo más allá del 2024 en función de la situación de la entidad, su capacidad de emisión, renovación de instrumentos, o la estructura de su financiación, en particular para aquellas entidades donde predominan los depósitos y capital CET 1, es decir, con limitaciones en el acceso a los mercados.

Gráfico 9: calendario MREL



Fuente: Afi, SRB, Comisión Europea

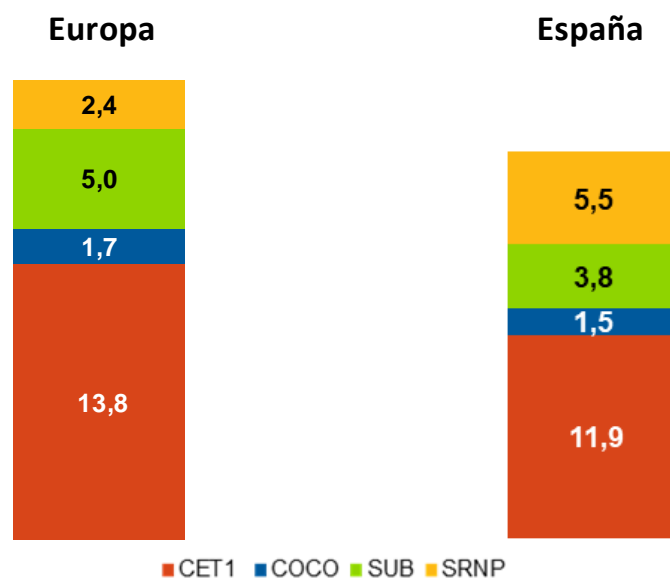
En definitiva, el calendario “aprieta”, lo que ha impulsado a que las entidades hayan orientado su política de emisión hacia los instrumentos que computan a efectos de MREL, más si cabe en el actual entorno de tipos bajos, y el apetito inversor ante los atractivos cupones que ofrecen estos instrumentos.

Dentro de la heterogeneidad de los modelos de negocio o la diversidad en la calibración de modelos internos, entre otros elementos, como hemos comentado con anterioridad, los requerimientos MREL se fijan como un “traje a medida” para cada entidad. Atendiendo a los niveles de MREL que ha fijado en la actualidad el SRB para las entidades, analizando un muestreo de unas 30 entidades a nivel europeo, el nivel de MREL requerido para la banca europea ascendería en media al 26% de sus activos ponderados por riesgo, mientras que para la banca española sería del 23%.

Al margen de consideraciones sobre modelos de negocio, o menor complejidad ante resolución, esa menor exigencia de MREL a las entidades españolas frente a las europeas podría tener alguna relación con la diferente densidad de los activos ponderados por riesgo (APR). Es sobradamente conocido el reducido peso relativo de los APR en algunas grandes entidades europeas, como consecuencia de la aplicación de esos modelos internos, que en la actualidad están altamente cuestionados por los mercados. De hecho, en las calibraciones iniciales del MREL el mismo se referenciaba a los activos totales, mucho más transparentes que los APR. Pero la conveniencia de homogeneizar con el requerimiento de TLAC para los bancos sistémicos a nivel global hizo que finalmente el MREL se definiese en porcentaje sobre los APR, en vez de sobre activos totales. Bien pudiera ser que, a modo de “solución salomónica”, se exigiese más MREL a aquellas entidades con una menor densidad de APR por aplicación de sus modelos internos.

Al margen de esas consideraciones sobre el nivel de MREL exigible, lo interesante es analizar la distancia desde la situación actual hasta esos requerimientos. En este sentido, en el gráfico 10 se observa cómo la banca europea en la actualidad mantiene unos niveles de MREL en torno al 23%, es decir unos 3 puntos porcentuales alejados de su nivel medio exigido. En el caso español, por su parte, el MREL medio actual estaría en torno al 19%, frente al 23% requerido en media. De esa comparativa entre la situación actual (final de 2019 para algunas entidades, y junio de dicho año para otras) y los requerimientos medios estimados, harían falta 250.000 millones adicionales de emisiones en la banca europea, mientras que para la banca española faltarían unos 50.000 millones. Dichas necesidades de emisión podrían ser algo mayores como consecuencia de la pendiente implantación del Cierre de Basilea III, en concreto, el establecimiento de un *output floor* en el cálculo de APR por modelos internos, que afectaría mucho más a aquellas entidades (fundamentalmente alemanas y francesas) cuyos APR se ven más favorecidos por los modelos internos.

Gráfico 10: Nivel de MREL para la banca europea y española



Fuente: Afi, SNL, Reuters

4. Conclusiones

El favorable contexto de mercado al cierre de 2019, e inicio de 2020, ha sido aprovechado de forma muy ágil por la banca europea en general, y muy especialmente la española, para acelerar sus emisiones de instrumentos de renta fija. Tal es el caso, que las emisiones por parte de los bancos españoles superan, en lo que va de año, a las emisiones de todos los restantes sectores privados juntos, erigiéndose por tanto en el claro líder en el mercado de emisiones de renta fija.

Dentro de las mismas, se sigue produciendo un claro sesgo hacia las emisiones de instrumentos elegibles para MREL, cuyos costes diferenciales se han reducido de forma notable en el último año y medio. Ello ha permitido, por otra parte, llevar a cabo operaciones de sustitución de las emisiones más caras (CoCo), mediante el ejercicio de la opción call.

Junto al mencionado contexto favorable de mercado, la intensa actividad emisora por la banca española y europea se ve estimulada por el avance hacia el calendario de requerimientos de MREL, de cuyo contraste con la situación actual estimamos que serían necesarias emisiones adicionales de unos 50.000 millones en el caso de la banca española, y de unos 250.000 para el conjunto de la banca europea.