

Dibujando el nuevo mapa de los *Covered Bonds*.

Waleed El-Amir, Head of Group Finance, UniCredit
& Chairman of the European Covered Bond Council (ECBC)

El 23 de junio de 2016 se escribió una nueva e importante página en la historia de Europa. La situación política y la de los mercados tras la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea (UE) están provocando situaciones en el viejo continente completamente nuevas e impredecibles.

Las entidades de crédito hipotecario y los emisores de *covered bonds* se enfrentan de nuevo a un panorama macroeconómico sin precedentes, dentro de un marco político, institucional y social extremadamente frágil y vulnerable. A pesar de lo cual, estamos seguros de que el *covered bond* continuará siendo una herramienta eficaz para gestionar crisis, por ser un instrumento esencial de financiación a largo plazo.

Durante la crisis financiera del 2008 y los años posteriores, el sector de los *covered bonds* hizo grandes esfuerzos para que el mercado convergiera en buenas prácticas y para ofrecer a las instituciones europeas iniciativas comunes emanadas del mercado, presentando una clase de activo fuerte y consistente dentro de un entorno macroeconómico y jurídico fuertemente fragmentado a escala nacional.

Echando la vista atrás, queda claro que en el último año el instrumento se ha visto afectado especialmente por las principales decisiones en materia de política monetaria, por las reformas de supervisión y por los cambios regulatorios. Estos cambios y las nuevas perspectivas que llevan aparejados están conformando nuevas dinámicas en el mercado y en el entorno en el que opera la clase de activo.

En septiembre de 2014, el Banco Central Europeo (BCE) anunció el lanzamiento del tercer programa de adquisiciones de *covered bonds* (CBPP3, por sus siglas en inglés), junto con el primer programa de adquisición de bonos de titulización de activos (ABSPP, por sus siglas en inglés). Poco después, en el primer trimestre de 2015, se puso en marcha el programa de adquisición de deuda pública (PSPP, por sus siglas en inglés), que complementaba la operación existente con activos del sector privado con una dedicada a la deuda pública.

La expansión de los estímulos monetarios del BCE, tanto en tamaño como en ámbito, pretenden sacar a la Eurozona de la senda inflacionista actual. Además, por primera vez, las entidades de crédito y los

inversores en algunas partes de la UE se enfrentan a tipos de interés negativos, un desafío sin precedentes.

Durante los primeros días de de noviembre de 2014, la Comisión Europea inició su mandato de cinco años y la UE comenzó un nuevo capítulo en el proceso de la integración europea. La Comisión Juncker se fijó la ambiciosa meta política de fomentar el crecimiento a la vez que mantenía la estabilidad financiera dentro de los (entonces) 28 Estados miembros y ha centrado sus esfuerzos en proteger a Europa del riesgo de una mayor recesión y deflación al coordinar las reformas estructurales, inversiones y políticas presupuestarias, fiscales y monetarias.

Estas iniciativas afectarán a más de 500 millones de ciudadanos. El Presidente de la Comisión Europea, Jean Claude Juncker, anunció a finales de 2014 un Plan de Inversión de 315.000 millones de €. El Plan estaría orientado a cambiar la forma en la que se invierte el dinero público en Europa. El llamamiento de la Comisión en 2015 a la creación de una Unión de los Mercados de Capitales puso el foco en la función del sector bancario, como apoyo de la agenda del crecimiento, y en los instrumentos de financiación a largo plazo con los que cuentan los inversores.

Centrándonos más en los detalles del proceso de integración europeo, en noviembre de 2014 se puso otro pilar fundamental: el BCE asumió plenamente las funciones y responsabilidades de supervisión que le concede el marco del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), por el cual se hace cargo de las 129 mayores entidades de crédito de la zona euro. Esto representa la mayor expansión de las competencias del BCE desde la introducción del euro. El MUS, cuya sede está en Fráncfort, es el primer pilar de la Unión Bancaria en pie y está armonizando 19 prácticas de supervisión nacionales con el objetivo de alcanzar un único marco para toda Europa. El MUS también está obligando a los bancos a adoptar mayores precauciones frente a eventuales crisis.

El segundo pilar de la Unión Bancaria, el Mecanismo Único de Resolución (MUR), se acordó en 2014 y fue puesto en práctica a finales de 2015. Su principal finalidad es garantizar que las eventuales quiebras de entidades dentro de la Unión Bancaria se gestionen de forma eficaz y que supongan el menor coste posible para los contribuyentes y para la economía real. El MUR está gestionado por el Consejo Único de Resolución, que es el encargado de tomar la decisión de resolver un banco, y en algunos casos puede intensificar sus esfuerzos financiando el proceso de resolución a través del Fondo Único de Resolución.

Ahora el debate se centra en completar la Unión Bancaria con la introducción de su tercer pilar, el Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (EDIS, por sus siglas en inglés). La introducción del EDIS estará acompañada de medidas encaminadas a reducir los riesgos.

Los cambios de los últimos meses en el entorno regulatorio y político en Europa están teniendo un fuerte impacto en la financiación a largo plazo y la financiación de la vivienda. Con vistas a analizar la manera óptima de conformar el futuro mapa bancario de Europa y de construir una Unión de los Mercados de Capitales que garantice la capacidad del Sector para apoyar la agenda del crecimiento y ofrecer financiación a largo plazo a la economía real, podemos identificar varios aspectos sobre los que reflexionar:

- Conseguir el equilibrio adecuado, en términos de igualdad de condiciones, entre los bancos internacionales que operan en la Unión Europea y los actores europeos que operan tanto en el ámbito nacional como en el internacional.

- Examinar minuciosamente el impacto de varios desarrollos regulatorios en el mercado e intentar garantizar los pilares bancarios europeos en los debates del Comité de Basilea: Ratio de Financiación Estable Neta (NSFR, por sus siglas en inglés), ponderación del riesgo, marco de *capital floors*; ratio de apalancamiento.
- La función de las entidades de crédito europeas en el marco de la financiación inmobiliaria y a las pequeñas y medianas empresas, y el crédito a la economía real es cada vez más diversa a raíz de la introducción de la Unión de los Mercados de Capitales.
- La función de los *covered bonds* y el firme compromiso del sector de alcanzar un mayor nivel de armonización, en línea con los objetivos de la UE y con las preferencias del mercado.

Perspectiva política y la función del ECBC

El camino hacia la libre circulación de mercancías, servicios, personas y capitales ha sido largo y gradual. El mercado único arrancó en 1950 con la firma de los Tratados de París y de Roma. No obstante, el proceso realmente comenzó a tomar forma en 1985, con la iniciativa de la Comisión Delors de diseñar el Acta Única Europea, que fue posteriormente desarrollada en la década de los 90 y los 2000 con la firma de los Tratados de Maastricht, Ámsterdam y Lisboa. Muy en la línea del espíritu de Delors, la Comisión Juncker está impulsando lo anterior con su agenda para el crecimiento y sus planes de crear unos mercados de capitales más integrados y profundos en los Estados miembros, a través de la Unión de los Mercados de Capitales.

En la actualidad, tras varios años de crisis financiera, las tres dimensiones del proyecto europeo - financiera, política y económica- están convergiendo en un "unicum", que está acelerando el proceso de la integración europea. Pero esta aceleración también está sacando a la luz las fricciones, la falta de convergencia y las lagunas institucionales de los actuales mecanismos europeos. El resultado del referéndum en Reino Unido puede considerarse como una consecuencia no intencionada de este proceso.

Aquí es donde el sector de los servicios financieros, que es fundamental dentro del panorama político y social de Europa, tiene posibilidad de desempeñar una función crucial para facilitar la convergencia e integración, mejorando la transparencia y las buenas prácticas del mercado. Además, entender los canales de transmisión existentes entre el sector financiero y otros sectores de la economía es vital para valorar el crecimiento y la estabilidad financiera. Esto último es fundamental, pues se considera que son sistemas financieros fuertes a aquellos que no perjudican al propio sistema, y a aquellos que son capaces de aislarse de las crisis y limitar la interrupción de la colocación del ahorro en oportunidades de inversión rentables.

Hasta ahora, políticamente, el sector de los servicios financieros ha actuado como chivo expiatorio de la crisis, de la fragmentación del mercado y de la inseguridad política. En este ambiente político tan desafiante, las Instituciones Europeas han iniciado una reforma global del sector financiero. Al hacerlo, los reguladores han recorrido un camino difícil y peligroso, y siguen recorriéndolo, en su búsqueda de un equilibrio entre armonización por un lado y el respeto por las tradiciones de los mercados nacionales por otra, mientras que al mismo tiempo se limitan los efectos colaterales adversos y se garantiza la cohesión social.

Este nuevo periodo de transición genera unas expectativas y emociones que tienen un impacto en la sociedad sin precedentes, más amplio y profundo. El Sector se enfrenta al desafío de endurecer estas nuevas dinámicas y de contribuir al proceso de integración desarrollando una función proactiva en la construcción de la Unión de los Mercados de Capitales para garantizar la estabilidad financiera y la capacidad de conceder crédito, así como de apoyar el crecimiento económico, algo que sigue estando en el centro del proyecto europeo.

Haciendo balance, parece claro que solo en 12 meses el mundo financiero de Europa se ha adentrado en un mercado y entorno regulatorio completamente nuevos. En este contexto, ahora más que nunca el ECBC está funcionando como el catalizador y *think-tank* del mercado, lo que a cambio permite al mercado converger y coordinarse con una sola voz. Además, la función del ECBC en este nuevo contexto garantiza el buen funcionamiento del propio mercado al identificar y aplicar normas cualitativas y parámetros cuantitativos comunes. De cara al futuro, el ECBC tiene la responsabilidad de continuar actuando como el foro de debate del sector y el "guía" del mercado, desarrollando una clara visión de los desafíos y oportunidades para los participantes del mercado y, posteriormente, guiando al sector por estas aguas turbulentas.

Reconocimiento regulatorio

A la luz del actual debate sobre Basilea IV, ahora más que nunca la comunidad de los *covered bonds* está decidida a garantizar que las características cualitativas del instrumento como clase de activos queden correctamente reflejadas en el futuro panorama regulatorio. Desde el comienzo de la crisis financiera, las Instituciones europeas han aprobado una treintena de normativas en materia financiera, todas dirigidas a reforzar el sector financiero y a hacerle más resistente a eventuales crisis. Entre las propuestas normativas más destacadas se encuentran: Basilea III, el marco para los requisitos de capital; la Unión Bancaria, que comprende el Mecanismo Único de Supervisión, el Mecanismo Único de Resolución -incluido el marco para la resolución de entidades (la Directiva para la reestructuración y resolución de entidades de crédito) y las nuevas normas propuestas para un Programa Europeo de Garantía de Depósitos, junto con la mejora de la estructura del mercado europeo de capitales.

En concreto, la aplicación de la regulación contenida en el Reglamento sobre Requerimientos de Capital y en la Directiva sobre Requisitos de Capital IV (Capital Requirements Regulation (CRR)/Capital Requirements Directive (CRD), en inglés respectivamente) es el eje central del Código Normativo Único para los bancos de la UE (Single Rulebook), cuyo objetivo es ofrecer un compendio normativo prudencial vinculante, único y armonizado para todas las entidades financieras de la UE (aproximadamente 8.300 bancos), lo que contribuye a completar el mercado único de los servicios financieros.

El crédito a PYMES y el hipotecario, principales factores que han impulsado la recuperación de la economía real, se basan mayoritariamente en los principios del crédito bancario, cuyas raíces se encuentran en la supervisión bancaria tradicional que facilita la *due diligence* para los inversores y analistas de riesgos inmobiliarios. Según los datos, prácticamente el 85% de la financiación de la UE la ofrecen bancos. La fortaleza financiera general de la economía europea guarda una estrecha relación con la capacidad de los bancos para prestar, tanto al sector público como al privado. Esta capacidad se ha visto menoscabada como resultado de las nuevas reglas globales que exigen a los bancos aumentar sus ratios de capital.

La aplicación de las reglas de Basilea y el adecuado tratamiento de los *covered bonds* y de las Titulaciones de Elevada Calidad plantea cómo puede garantizarse una igualdad de condiciones a escala mundial, especialmente para las economías que son muy dependientes de estos instrumentos de financiación, como es el caso de Europa. Lo que es más importante, como ha quedado reflejado con reconocimiento en el 3er Programa de Adquisición de Bonos Garantizados del BCE y en el Programa de Compra de Bonos de Titulización de Activos del BCE, estos instrumentos son fundamentales para la creación y el desarrollo de la Unión de los Mercados de Capitales como herramientas de refinanciación a largo plazo y como un medio para que la política monetaria común se transmita eficazmente a la economía real.

Este reconocimiento macro-prudencial quedó de nuevo confirmado con la publicación del acto delegado de la Comisión Europea sobre la Ratio de Cobertura de la Liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) el 10 de octubre de 2014. En este acto delegado, los *covered bonds* quedan clasificados como activos con un grado extremadamente alto de liquidez (Nivel 1). El ECBC acoge el reconocimiento de la Comisión del valor macro-prudencial de los *covered bonds*. Así, la inclusión de los *covered bonds* en el Nivel 1 facilitará el objetivo de desvincular el sector soberano del sector bancario.

Una herramienta para la financiación a largo plazo

Los *covered bonds*, de hecho, representan una herramienta de financiación crucial en el núcleo del futuro sector bancario de Europa. Son una forma eficaz de canalizar la financiación a largo plazo para activos de elevada calidad a un coste razonable. Mejoran la capacidad de las entidades para tomar prestado y prestar a largo plazo y, por tanto, representan una fuente estable de financiación para las principales funciones bancarias como los préstamos para la compra de vivienda y para infraestructuras públicas.

La financiación a largo plazo es crucial para la financiación de la vivienda. Construir o comprar una vivienda es la inversión más importante que realizarán la mayoría de los ciudadanos europeos, y que suele representar cuatro o cinco veces su salario anual. En ausencia de ahorro previo, habría que esperar entre 40 y 50 años o incluso más en algunas zonas, para poder acometer tal inversión si se dependiera exclusivamente de sus ahorros individuales. Es necesario por tanto recurrir a la financiación para poder adquirir una vivienda y, de forma más general, para apoyar a la economía europea.

Considerando el tamaño de la inversión, las amortizaciones deben repartirse en un periodo largo que sea compatible con la capacidad de ahorro anual. Las herramientas de financiación a largo plazo para los bancos por tanto exigen evitar la falta de correspondencia entre activos y pasivos. Los *covered bonds* están normalmente diseñados para el crédito hipotecario y es importante destacar que un banco hipotecario suele tener una mayor afectación de activos que un banco cuyo negocio no está orientado al hipotecario. Recortar las capacidades de los bancos más orientados al hipotecario limitaría la oferta de crédito para financiar la vivienda.

La disponibilidad eficaz de financiación hipotecaria también se basa en la disponibilidad de financiar a los plazos más largos y a los tipos de interés más bajos posibles. Sin esto, el mercado hipotecario dependería de la confianza en el mercado y los tipos de refinanciación para los prestatarios estarían sujetos a una mayor volatilidad de los precios, lo que haría aun más complicada la planificación financiera de los hogares.

En este contexto y, en concreto, en un entorno de escaso apetito por el riesgo por parte de inversores, los *covered bonds* desempeñan una importante función a la hora de asegurar el flujo de capital en la financiación a largo plazo del crecimiento y de la economía real. Los *covered bonds* ofrecen características de seguridad como un estricto marco jurídico y de supervisión, la segregación de activos y un *pool* de cobertura que es gestionado con el fin de mantener la calidad del colateral. Durante la reciente crisis financiera, la existencia de un mercado de *covered bonds* que ha funcionado bien ha permitido a los gobiernos de Europa canalizar constantemente fondos provenientes del sector privado hacia los mercados inmobiliarios y mantener una actividad crediticia relativamente eficaz sin aumentar la carga para los contribuyentes y la deuda pública.

El debate sobre la agenda del crecimiento también ha dominado los debates económicos y políticos más allá de la UE, lo que ha suscitado preguntas clave sobre cómo financiar el crecimiento económico y cómo crear un conjunto de herramientas de financiación a largo plazo que sea eficiente y fuerte. Este debate tiene un carácter muy político, puesto que implica tanto a partes con intereses en el mercado a escala nacional e internacional. Además, esto genera cuestiones relativas a la adaptación de los parámetros de Basilea III y al derecho de calibración entre valoraciones de riesgo mejoradas, la reducción de los riesgos sistémicos y las capacidades crediticias continuadas del sector bancario. Este debate ha pertenecido tradicionalmente a un entorno de mercado emergente, en el que el Banco Mundial siempre ha desempeñado una función central a la hora de contribuir al desarrollo de las infraestructuras destinadas a garantizar el crecimiento económico y el desarrollo social.

Según los datos del Banco Mundial, la población global llegará a los 8,3 mil millones de personas en 2030, de las cuales el 60% vivirá en ciudades. Consecuentemente, se prevé que la demanda mundial de nuevas viviendas crezca hasta los 565 millones durante el mismo periodo. Además, el Banco Mundial considera que en los mercados emergentes por cada nueva vivienda construida se crean cinco puestos de trabajo permanentes. En los países desarrollados, esta cifra es aún mayor. Por tanto, la vivienda es un factor fundamental para el crecimiento económico y la estabilidad social.

Evolución del mercado

Los *covered bonds* forman parte de la tradición financiera de Europa, y han desempeñado una función central en las estrategias de financiación de los últimos dos siglos. Ahora se reconoce a escala global la importancia estratégica de los *covered bonds* como herramienta de financiación a largo plazo. Fuera de Europa, Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Corea del Sur ya han puesto en práctica legislación en materia de *covered bonds* en los últimos años. Las principales jurisdicciones, entre las que se encuentran Brasil, Chile, India, Japón, México, Marruecos, Panamá, Perú, Sudáfrica y Estados Unidos, ya están en proceso de adoptar legislación en materia *covered bonds* o estudiando su introducción. En reconocimiento al desarrollo global de los *covered bonds* y con vistas a garantizar que las importantes características cualitativas de la clase de activo se respetan en todo el mundo, a finales de 2015 el ECBC estableció un Grupo de Trabajo de Emisores Globales (Global Issues Working Group - GIWG), que celebró su primera reunión en Singapur en marzo de 2016. La edición de este año del ECBC Factbook ofrece una descripción pormenorizada de los nuevos marcos legislativos. Asimismo, también se muestra cómo el ECBC a través del GIWG, entre otros canales, está reforzando su función como la principal voz de los *covered bonds*, no solo en Europa sino también a escala mundial.

Durante los últimos años de crisis en el mercado, los *covered bonds* han demostrado una gran resistencia. Durante la crisis, los *covered bonds* han desempeñado una función muy importante en la financiación bancaria mayorista, como herramienta rentable y de confianza para la refinanciación de los

préstamos hipotecarios y del sector público. El Sector continúa aprendiendo de las lecciones aprendidas de la crisis financiera a la vez que mantiene el foco en las características esenciales que han hecho de esta clase de activo un caso de éxito. El ECBC cree firmemente que la calidad de la clase de activos continuará siendo la base de nuestra fortaleza en el futuro.

El éxito de los *covered bonds* también depende de la capacidad del sector para responder a los desafíos planteados por la crisis actual y su capacidad para compartir las buenas prácticas del mercado. Esto también permite el ajuste de la legislación de los *covered bonds* y permite un buen nivel de transparencia para la clase de activos. Como se ha mencionado anteriormente, el instrumento ha permitido a los Estados miembros de la UE canalizar fondos provenientes del sector privado hacia los mercados inmobiliarios y mantener una actividad crediticia relativamente eficaz sin aumentar la carga para los contribuyentes ni la deuda pública. Además, su naturaleza dentro de balance, hace de los *covered bonds* una alternativa simple y eficaz a los complejos productos que siguen el modelo de originar para distribuir, lo que garantiza la estabilidad financiera.

El compromiso de contribuir a los esfuerzos europeos para mejorar la estabilidad financiera y la transparencia en Europa llevaron al sector a lanzar una certificación de calidad (Label). Los emisores europeos trabajaron para crear el Covered Bond Label junto con inversores y reguladores, y consultaron a los principales agentes con intereses en el mercado, como la Comisión Europea y el Banco Central Europeo. El Label, que está basado en el Covered Bond Label Convention, es donde se definen las principales características que un programa de *covered bonds* debe cumplir para obtener el Label.

El Covered Bond Label y su plataforma digital (www.coveredbondlabel.com) comenzaron a funcionar en enero de 2013. La plataforma contribuye a la transparencia al proporcionar datos pormenorizados de diferentes mercados, comparar información sobre el *pool* de cobertura y ofrecer información sobre los diferentes marcos normativos nacionales diseñados para proteger a los tenedores de bonos. Hasta agosto de 2016, se han concedido 91 Labels a 77 emisores de 14 países diferentes, lo que representa un saldo vivo de *covered bonds* de 1.400 millones de €.

Los emisores de estas 14 jurisdicciones diferentes desarrollaron un Modelo Armonizado de Transparencia (Harmonised Transparency Template - HTTT). Desde 2016, con un periodo transitorio de un año, se ofrece información sobre el *pool* de cobertura, en un formato armonizado, lo que permite tanto el reconocimiento de las especificidades nacionales, con las etiquetas de transparencia nacional, como la comparación de la información que requiere la *due diligence* de los inversores.

La masa crítica alcanzada por esta iniciativa (prácticamente el 60% de los *covered bonds* mundiales en circulación tienen el Label) es una muestra clara de que el Sector reconoce la necesidad de responder a los requisitos de las nuevas clases de inversores, al ofrecer mayores niveles de transparencia para ayudar a las decisiones de inversión. Del mismo modo, es importante destacar los logros que se han alcanzado en los últimos años en términos de recopilación y distribución de información del sector relevante a nivel macro.

- La web del ECBC sigue siendo la principal fuente de datos agregados del mercado de *covered bonds* y para el análisis comparativo entre diferentes marcos; además
- El ECBC Fact Book, que ya va por su undécima edición, sigue siendo la fuente de información del mercado más consultada.

De cara al futuro

En conclusión, el ECBC considera que la calidad de la clase de activos continuará siendo la base de nuestra fortaleza en el futuro. Durante los dos últimos siglos, la clase de activos ha contribuido a apoyar la economía real y garantizar la estabilidad financiera en Europa. El Sector ha demostrado que desde bajo y con iniciativas del mercado, como el Covered Bond Label y el recientemente propuesto European Secured Note (ESN), es posible elaborar propuestas que emanen del consenso del mercado europeo para mejorar la transparencia, la comparación, la convergencia de los mercados y las buenas prácticas. Además, ha sido posible llegar a esta solución sin recurrir a la regulación en exceso ni perjudicar, por tanto, la capacidad de las entidades de crédito para apoyar la agenda del crecimiento. Es necesario seguir trabajando, pero creemos que las iniciativas que ya están en marcha reforzarán la clase de activos y facilitarán la convergencia de las buenas prácticas del mercado y de supervisión. El reconocimiento por parte de reguladores de la importancia de la clase de activos para el sistema bancario y para la estabilidad financiera es cada vez mayor y esto refuerza la necesidad de que exista un marco regulador de los *covered bonds* que sea adecuado, tanto a escala europea como internacional. Este será nuestro objetivo en los próximos años.

¿Quo vadis, BCE?

Frank Will, Head of Covered Bond Research, HSBC and Chairman of the ECBC EU legislation Working Group

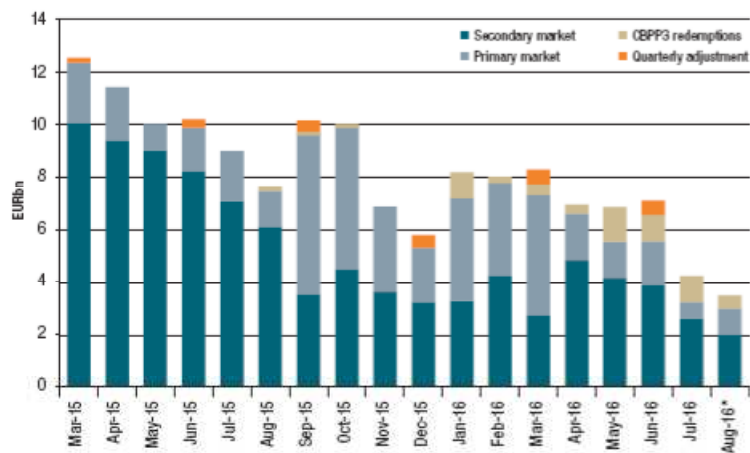
Pronto se cumplirán dos años del lanzamiento del programa de adquisiciones de *covered bonds* del BCE (CBPP3, por sus siglas en inglés). Este hecho nos brinda una buena oportunidad para analizar su impacto en términos de volúmenes de oferta, comportamiento de márgenes y de liquidez del mercado, así como para debatir si puede considerarse que el programa esté siendo un éxito. El CBPP3 fue anunciado el 4 de septiembre de 2014 y las adquisiciones de *covered bonds* comenzaron unas semanas después, el 20 de octubre de 2014. Desde entonces, el BCE ha adquirido alrededor de 200.000 millones de *covered bonds*, lo que supone prácticamente un tercio del mercado de referencia (o *benchmark*) elegible.

Al principio del programa, el BCE adquiría mensualmente *covered bonds* por valor de entre diez y trece mil millones de €. Este año, las operaciones del CBPP3 han sido muy inferiores, incluidas las amortizaciones y los ajustes trimestrales. En abril, las adquisiciones se situaron por debajo de los 7.000 millones de €, a pesar de haber aumentado el objetivo mensual de compra total de 60.000 millones de € hasta los 80.000 millones de €. El BCE los volúmenes mensuales con más adquisiciones en mercados secundarios (PSPP, por sus siglas en inglés) y con el comienzo de las compras bajo el programa de compra de bonos corporativos (CSPP, por sus siglas en inglés) en junio. En junio y julio, las adquisiciones de bonos corporativos superaron significativamente las de *covered bonds*, que registraron un nuevo mínimo histórico de tan solo 3.300 millones de € en julio y representaron solamente el 4% del total de las adquisiciones del BCE. Los datos de los tres primeros meses indican que las adquisiciones bajo el CBPP3 seguirán siendo bajas durante agosto, y que de nuevo serán una fracción de las realizadas bajo el CSPP. En términos interanuales, las adquisiciones de *covered bonds* han sido prácticamente de 35.000 millones de € menos que en el mismo periodo del año anterior. Considerando que las amortizaciones del CBPP3 y los ajustes trimestrales no alteren la tendencia general.

Durante el 2T el BCE realizó adquisiciones por valor de 7.000 millones de €, mientras que en el 1T habían sido de 8.000 millones de €. En julio, el volumen total cayó hasta los 4.300 millones de €, reflejando la falta de actividad emisora y la liquidez del mercado secundario.

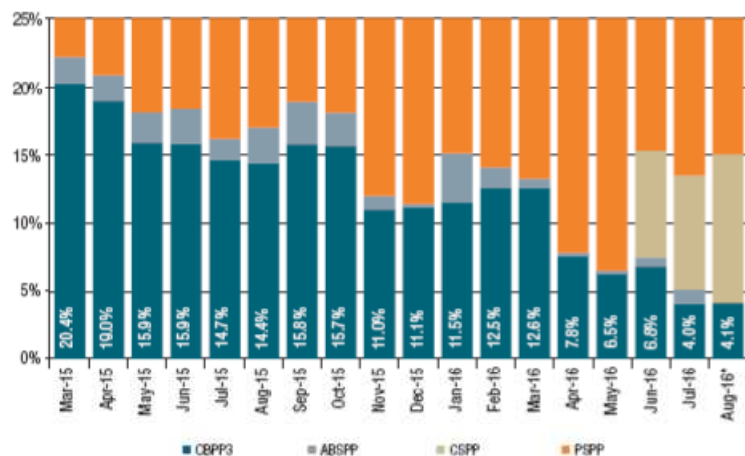
El dato de agosto debe ser bajo, si consideramos los niveles moderados de las nuevas emisiones en las tres primeras semanas del mes y los volúmenes relativamente bajos de las amortizaciones. Sin embargo, toda vez que la actividad del mercado primario aumente en septiembre y octubre, las adquisiciones del CBPP3 volverán de nuevo a subir aunque los volúmenes medios mensuales hasta finales de año permanezcan por debajo de los volúmenes del primer semestre del año.

Gráfico 1 ► Adquisiciones del CBPP3



Fuente: HSBC, Bloomberg Cálculos de HSBC

Gráfico 2 ► CBPP3 en % total de adquisiciones mensuales



Fuente: HSBC, Bloomberg
*Primeras tres semanas

Pero no todos los segmentos de mercado se han beneficiado en el mismo modo. La comparación de los niveles de diferenciales de los *covered bonds* elegibles y los no elegibles antes del anuncio del CBPP3 el 4 de septiembre de 2014 con respecto a los niveles de mediados de agosto de 2016 muestran que los *covered bonds* de Italia, España, Portugal e Irlanda fueron los que más se han beneficiado con el programa (ver gráfico 3). Los *covered bonds core* y *semi-core* también tuvieron un buen comportamiento, pero no tan bueno como el de sus equivalente en la periferia. Los niveles de los diferenciales de los *swap* para los *covered bonds* no elegibles, prácticamente no han variado con respecto a septiembre de 2014. En cuanto a los vencimientos, los *covered bonds* elegibles en la parte más larga de la curva superaron los *swaps* más que los que tenían vencimientos más cortos. Sin embargo, como se ve el gráfico 4, la contracción de los márgenes de los *covered bonds* de la Eurozona no tuvo un comportamiento lineal y sorprendentemente se asemeja a una montaña rusa.

Durante los dos últimos meses, los márgenes de los *covered bonds* se han contraído, reflejando tanto la falta de actividad en el mercado primario como que los bancos centrales del Eurosistema han absorbido las últimas migajas de liquidez en el mercado secundario. Estos niveles artificialmente bajos de márgenes aumentan el riesgo de retroceso, tal como sucedió en septiembre y octubre de 2015.

¿Ha sido un éxito el CBPP3?

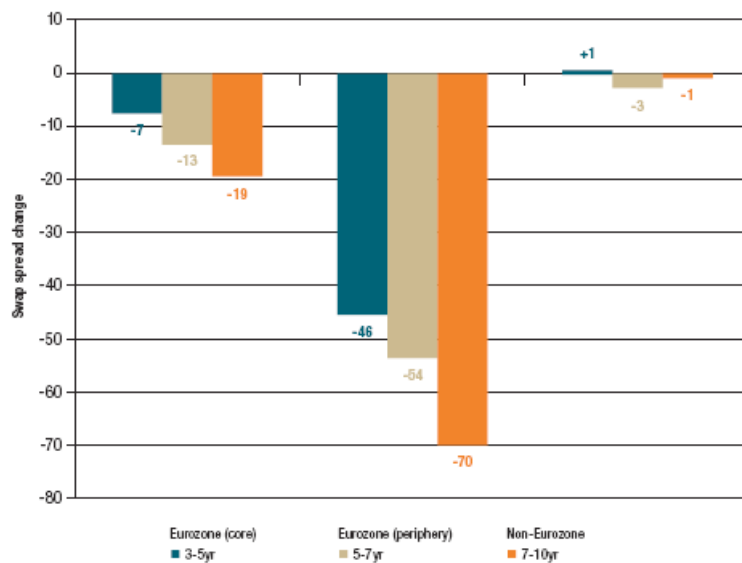
¿Puede considerarse el CBPP3 un éxito? Eso depende de los objetivos del programa.

La inflación en la eurozona continúa muy baja (junio 2016: 0,1%) y las expectativas (basadas en 5y5y *inflation swap rate*) han seguido cayendo desde el 2,0% en septiembre de 2014 hasta el 1,3%, algo que probablemente contará como una caída. Los volúmenes de crédito en la eurozona han empezado a ralentizarse de nuevo - a pesar de que las correspondientes cifras de los países periféricos continúan siendo pobres. Los menores costes de financiación de los bancos ya han tenido un impacto positivo en la actividad crediticia. En realidad, el BCE tuvo tanto éxito a la hora de rebajar el rendimiento de los *covered bonds* (y de otras clases de activos) que muchos inversores tradicionales de *covered bonds* se han visto desplazados por los bancos centrales y se han visto empujados hacia otras clases de activos más arriesgadas, de mayor rendimiento. En la actualidad, más de cuatro quintas partes del mercado de *covered bonds* en euros cuenta con rendimientos negativos, con algunos bonos en la parte corta de la curva, negociándose incluso por debajo del umbral de los tipos de depósito del BCE. Desde la introducción del CBPP3, los volúmenes de oferta han aumentado notablemente, pero de nuevo es difícil señalar dónde estarían sin el programa. Sin embargo, el BCE tiende a adquirir menos *covered bonds* a pesar del fuerte aumento del objetivo de adquisiciones general de abril. La gran pregunta es, no obstante, si la caída de los niveles del CBPP3 muestran un cambio en el comportamiento de las adquisiciones del BCE o si, por el contrario, se debe a la falta de bonos disponibles.

La bola de cristal

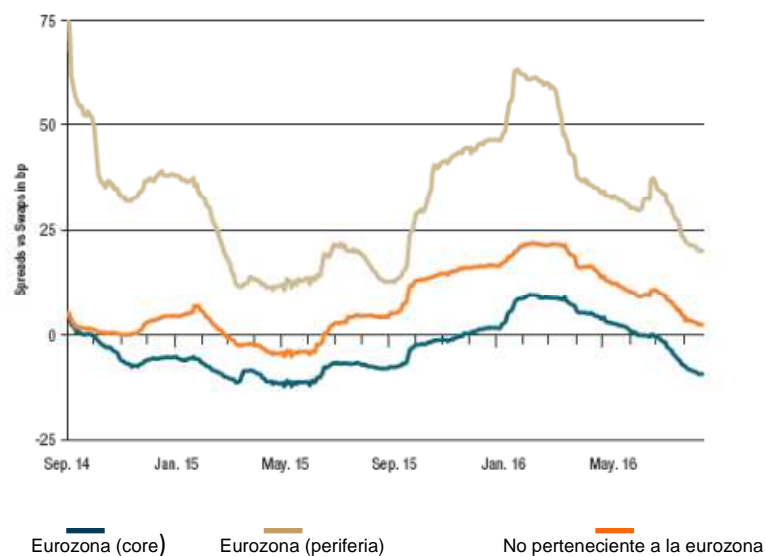
Teniendo en cuenta la persistencia de la baja inflación en la Eurozona y las sombrías expectativas al respecto, el BCE probablemente continuará haciendo de todo menos lo que debería hacer. La cifra para el total del año del CBPP3 quedará por tanto muy por debajo de la cifra del año pasado, que alcanzó los 114.000 millones de €. Queda por ver si esta caída es suficiente para reavivar el mercado secundario o si el programa de adquisiciones del BCE continuará distorsionando el mercado al retirar liquidez y aumentar la volatilidad en un producto que ha demostrado su gran resistencia en el pasado.

Gráfico 3 ► Cambios desde el anuncio del CBPP3



Fuente: HSBC, Thomson Reuters

Gráfico 4 ► Evolución del swap spread de los covered bonds



Fuente: HSBC, Thomson Reuters

ESTADÍSTICA DEL ECBC DE COVERED BONDS. DATOS DE 2015.

Florian Eichert, Head of Covered Bond & SSA Research, Crédit Agricole CIB
& Chairman of the ECBC Statistics & Data Working Group

A finales de 2015 el grupo de trabajo estadístico del ECBC (ECBC Statistics & Data Working Group) cumplirá 13 años. En este periodo, el Grupo se ha dedicado a recopilar datos estadísticos del mercado de *covered bonds*, en términos de volúmenes en circulación y de nuevas emisiones. Desde el principio, su objetivo ha sido ofrecer datos completos que puedan servir de guía a las partes con intereses en el mercado, desde emisores a inversores, pasando por los reguladores.

La recopilación de estadísticas es una tarea importante cada año. Esta tarea solo es posible gracias a la cooperación de los miembros del Grupo de Trabajo, a los emisores de bonos y a las asociaciones bancarias. Un representante por país (el listado de representantes nacionales está disponible en la web del ECBC) se encarga de la recopilación inicial de los datos, solicitándolos de forma individual a cada emisor en la mayoría de los países. A continuación, un número reducido de miembros del Grupo cruza estos datos con los disponibles públicamente. Los datos correspondientes a 2015 han sido cotejados por Agustín Martín de BBVA, Alexandra Schadow de LBBW, Adam Krawiec y yo mismo de Crédit Agricole CIB.

COMENTARIOS GENERALES SOBRE LAS ESTADÍSTICAS DE 2015

El objetivo de las estadísticas del ECBC es ofrecer una imagen real del mercado y de las principales tendencias, de la forma más precisa posible. Tras los cambios introducidos en la metodología en 2012 (más segmentos públicos realistas vs. colocación privada) y en 2013 (introducción del número de programas), durante 2015 no se ha introducido ningún cambio.

Hemos intentado mejorar la calidad de los datos, incluso de los correspondientes a años anteriores, y continuaremos haciéndolo. Siempre existe la posibilidad de no haber incluido un bono o de que incluyamos un bono que ha sido amortizado anticipadamente (piensen en los *covered bonds* retenidos). Siempre que hemos detectado la existencia de un error en los datos del año anterior, se ha enmendado. Como resultado, existen algunas pequeñas diferencias en las cifras correspondientes a 2015 con respecto a lo publicado el año anterior. En nuestra opinión, estos ajustes son perfectamente normales y es preferible ajustar datos históricos para reflejar una imagen más realista a arrastrar datos que en su día fueron publicados y que se ha visto eran incorrectos, siempre que tengamos la suficiente información para realizar tal modificación.

Antes de adentrarnos en los datos estadísticos, nos gustaría realizar algunos comentarios generales sobre las cifras que son necesarios para la correcta interpretación de las mismas:

- Los *covered bonds* están divididos entre los denominados en euros y en monedas nacionales (distintas del euro), y aquellos en una moneda diferente al euro y a la moneda nacional. El tipo de cambio utilizado para convertir todos los volúmenes en circulación a finales de 2015 en los bonos no denominados en euros es el tipo publicado por el BCE al cierre del año 2015.
- Los siguientes criterios son los que se aplican para el recuento del número de emisores y de nuevos emisores: Los emisores son entidades con al menos un *covered bond* vivo al finalizar el año. Los emisores con programas múltiples siguen contando como un único emisor. La única excepción a esta regla son los *covered bonds* franceses. En el caso de Francia, el emisor es un banco especializado en lugar de la matriz. Como resultado, una matriz con dos programas de *covered bonds* también cuenta como dos emisores, puesto que la emisión realmente proviene de dos entidades con personalidad jurídica distinta. Los

nuevos emisores son entidades con al menos un *covered bond* en circulación al cierre del ejercicio, pero sin *covered bond* en circulación al cierre del ejercicio anterior.

- España: Los datos estadísticos sobre los *covered bonds* españoles están basados en los datos proporcionados por AIAF (Asociación de Intermediarios de Activos Financieros). Hemos completado estos datos con las cédulas denominadas en USD, emitidas con arreglo a la Reg/S o 144a -programas que no están registrados en AIAF-, y con los *covered bonds* registrados sin cotización oficial provenientes de la base de datos del ECBC Covered Bond Label. El desglose entre colocaciones públicas y privadas, así como entre cupones fijos o variables en España se basa exclusivamente en fuentes distintas a AIAF. Hasta 2011, el número de emisores proporcionado por AIAF incluía las nuevas entidades financieras constituidas como parte del proceso de reestructuración del sistema bancario español, así como las antiguas entidades financieras con *covered bonds* en circulación a finales de 2011 - aunque, como consecuencia de la citada reestructuración, se integraran dentro de una nueva entidad. Este es el motivo por el que el número de emisores ha ido creciendo en lugar de disminuyendo, que es lo que cabría esperar que sucedería. Al ajustar las fusiones, el número de emisores al cierre de 2011 era de 42 en lugar de 64. A partir de 2012, hemos cambiado la forma de calcular el número de emisores españoles para solo incluir a aquellos que son entidades con personalidad jurídica e ignorar las entidades anteriores que a día de hoy se han fusionado.
- Canadá: Los *covered bonds* respaldados por hipotecas aseguradas frente al impago del prestatario por la Canada Mortgage and Housing Corporation se clasifican como *covered bonds*.
- Suecia: Las estadísticas de *covered bonds* de Suecia excluyen las operaciones retenidas utilizadas con finalidad de acceder a la liquidez del banco central, y solamente incluyen *bostadsobligationer* (bonos hipotecarios) y *säkerställda obligationer* (*covered bonds*).

Antes de adentrarnos en los datos, quisiéramos hacer un último comentario: El ECBC Covered Bond Label se ha convertido en una herramienta muy utilizada por los emisores. El Label abarca más del 57% del mercado de *covered bonds* a finales de 2015. La base de datos del Label forma parte del ECBC Covered Bond Label, donde están recogidos todos los *covered bonds*. A la hora de comparar estadísticas del Label con las del ECBC Covered Bond Fact Book surgen discrepancias en la clasificación público/privado, especialmente en Dinamarca y Suecia. El motivo de estas discrepancias es que estos dos países tienen una estructura de mercado en la que los bonos normalmente son reabiertos (*tapped*), recomprados y reabiertos de nuevo.

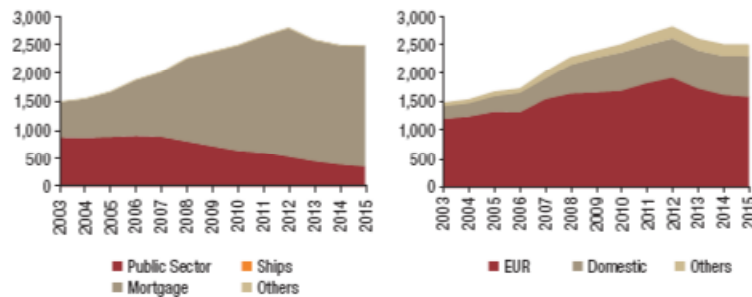
Las definiciones del ECBC Covered Bond Label y de las estadísticas del ECBC exigen que un bono esté cotizado y sindicado para poderse clasificar como público, y aunque los *covered bonds* daneses y suecos están cotizados, la forma en la que son emitidos no cumple con el requisito de sindicación. En las estadísticas del ECBC Covered Bond Fact Book que presentamos a continuación, intentamos capturar la parte "líquida" del mercado con nuestras clasificaciones y en casos justificados pueden ser más flexibles que en la base de datos del Covered Bond Label. Por ello, hemos intentado eliminar las diferencias entre ambos conjuntos de datos siempre que ha sido posible. Sin embargo, hemos hecho una excepción con Dinamarca y Suecia y consideramos que la base de datos del Covered Bond Label está clasificada tanto como privada como pública en tanto que estamos refiriéndonos a los *benchmarks* de liquidez en virtud de las normas de estos dos países.

EVOLUCIÓN DE LOS VOLÚMENES EN CIRCULACIÓN EN 2015

Los mercados de *covered bonds* han estado creciendo desde que comenzamos a recopilar datos para el EBC Covered Bond Fact Book en 2003. Ni los años de la crisis han acabado con esta tendencia de crecimiento. Incluso en esa época se produjeron importantes emisiones públicas y los emisores utilizaban las emisiones de *covered bonds* retenidas para garantizar la liquidez del banco central. Esta tendencia no obstante terminó en 2013, cuando el mercado se contrajo un 8% por primera vez. 2014 siguió caracterizándose por una ligera caída de los volúmenes, pero a un ritmo bastante más lento (-4%). En 2015, la tendencia a la baja de los volúmenes en

circulación prácticamente se ha estancado. Situándose en 2.498 millones de €, los mercados de *covered bonds* globales se contrajeron en tan solo 6.000 millones de € o un 0,25%.

Gráfico 1 ► *Covered bonds* en circulación por tipo de colateral (izquierda) y moneda (derecha) en MM de €



Source: Crédit Agricole CIB

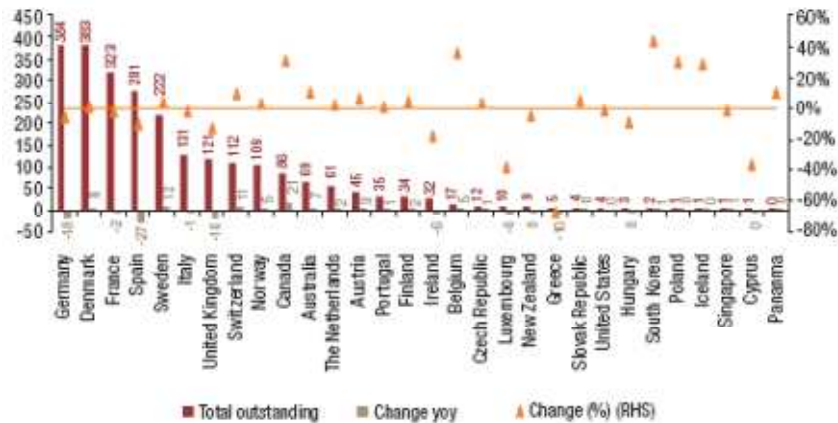
Este año contamos con un nuevo mercado: Singapur. Este hecho muestra de nuevo lo global que se ha convertido un producto como el *covered bond* con el paso de los años y ya son 30 los países que a finales de 2015 contaban con *covered bonds* en circulación. El número de emisores permaneció igual en 2015. Con 314 emisores activos (que operan un total de 434 programas de *covered bonds*), el número neto ha aumentado en 5. Tenemos nuevos emisores en: Austria (1), Alemania (2), Italia (1), Corea (1), Países Bajos (2), Noruega (2), Polonia (1), Singapur (1) y España (2).

De estos 30 países, 18 vieron cómo sus mercados crecían en 2015. Pero el crecimiento tuvo lugar predominantemente en los países más pequeños de Europa (por ejemplo, Bélgica siguió creciendo de forma dinámica: los volúmenes en circulación crecieron fueron un 37% superiores, 5.000 millones de €) o en países fuera de Europa. Mercados como el noruego (crecimiento del 5%/ 5.000 millones de €); el suizo (crecimiento del 11% / 11.000 millones de €) y el sueco (crecimiento del 6% / 12.000 millones de €) se encuentran entre las principales excepciones a esta regla. El mayor crecimiento de los volúmenes en circulación tuvo lugar en Canadá (con un crecimiento del 32,3% / 21.000 millones de €).

De los siete países con mayores volúmenes en circulación, cinco todavía registran cifras a la baja. Los países donde se registraron las mayores caídas de los volúmenes en circulación fueron: España (caída de 27.000 millones de € / 95); Alemania (caída de 18.000 millones de € / 4%) y el Reino Unido (caída de 16.000 millones de € / 12%) fueron.

En cuanto a la clasificación de países por tamaño, no se produjeron cambios significativos entre los diez primeros con respecto a 2014. Alemania sigue siendo el mayor mercado por volúmenes en circulación (384.000 millones de €), por delante de Dinamarca (383.000 millones de €) – aunque Dinamarca no tiene el mayor mercado de *covered bonds* respaldados por hipotecas; y Francia (323.000 millones de €). La única novedad para 2015 fue el cambio de puesto entre Italia y el Reino Unido: Italia avanzó un puesto en la clasificación, hasta el sexto lugar, mientras que el Reino Unido descendió al séptimo puesto.

Gráfico 2 ► Covered bonds en circulación por país y variación respecto de 2014 (MM EUROS)



Fuente: Crédit Agricole CIB

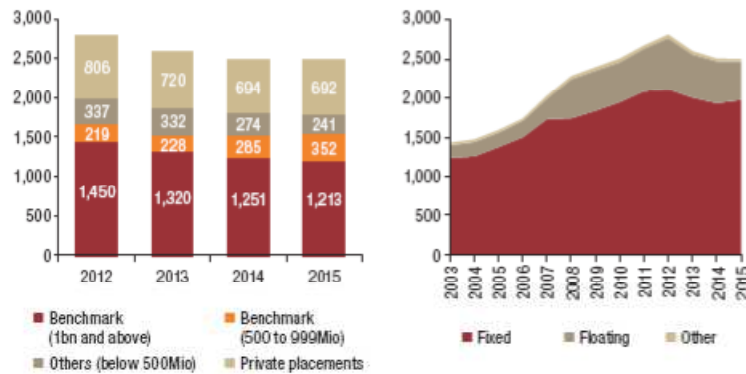
Como también podemos deducir de los datos, a pesar de las muchas discusiones sobre la utilización de *covered bonds* para distintos colateral, el mercado está muy centrado en los dos tipos de colateral tradicionales—hipotecas (85% frente al 83% en 2014) y activos del sector público (15% frente al 16% en 2014). Las hipotecas sobre embarcaciones y aviones solo representaron el 0,4% del mercado, que es prácticamente la misma cifra que en 2014.

Tras el importante aumento de los volúmenes debido a que los bancos en varios países utilizaron los *covered bonds* retenidos como colateral para las *repo* durante la crisis, la categoría de las colocaciones privadas experimentó una gran caída en 2013 (-85.000 millones o 11%) pues las entidades de crédito europeas repagaban parte de sus operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) y consecuentemente, cancelaban los bonos retenidos en comparación con 2014, tuvo lugar en la categoría de referencia (o *benchmark*) 500-999 m, habiendo sido ya un factor de crecimiento en 2014. El aumento de los *covered bonds* en circulación dentro de esta categoría fue de 66.000 millones de € o 24%.

Los mercados continuaron dominados por los bonos a tipo fijo. A pesar del entorno de tipos de interés bajos, este tipo de cupón representó el 79% del mercado, dos puntos porcentuales más que en 2014. Los *covered bonds* con tipo variable se dieron principalmente en los mercados nacionales nórdicos o bonos retenidos por los emisores. Muchos de los bonos retenidos fueron emitidos en formato FRN para minimizar los *haircuts* de los acuerdos de recompra (*repos*) del BCE. Pero aparte de para la deuda *senior* no garantizada, la función de los *covered bonds* como inversiones a largo plazo que los inversores utilizan para acumular duración ha evitado el aumento de FRN con rendimientos extremadamente bajos en euros y las consiguientes cuestiones en torno a los cupones FRN inclinando el mercado todavía más hacia los cupones fijos.

En cuanto al desglose por monedas, las contracciones en euros (38.000 millones menos) se vieron compensadas por el crecimiento de las monedas nacionales (hasta 37.000 millones). Respecto de los países con las mayores caídas absolutas en volúmenes (España y Alemania), esto no debería suponer una sorpresa. Otras monedas (como las emisiones canadienses en USD o las alemanas en GBP) cayeron ligeramente, un 3%.

Gráfico 3 ► *Covered bonds* en circulación por tipo de emisión (izquierda) y por tipo de cupón (derecha) en MM €



Fuente: Crédit Agricole CIB

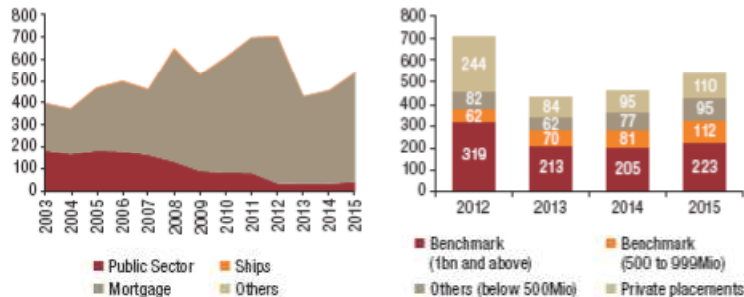
EVOLUCIÓN DE LAS EMISIONES EN 2015

Hemos hablado de que los volúmenes en circulación se estabilizaron en 2015. Con respecto a las emisiones, 2015 es el segundo año consecutivo con importantes subidas en los volúmenes de emisión. En 2013, la emisión de *covered bonds* todavía fue superior 2012, pues pasaron desde 277.000 millones € menos (39%) hasta los 429.000 millones. En 2014 los volúmenes de nuevas emisiones registraron un tímido crecimiento de nuevo, por importe de 28.000 millones €. Las nuevas emisiones en 2015 continuaron esta tendencia positiva, creciendo en 82.000 millones de €, hasta alcanzar los 540.000 millones de €.

Dinamarca sigue siendo el país con los mayores volúmenes de nuevas emisiones (164.000 millones de €). Esta cifra representa el 43% del total de los *covered bonds* daneses y se debe a la forma en la que funciona el mercado, con su sistema de subastas y con la reapertura de emisiones (*tap issuance*) de bonos existentes. La brecha que separa a Dinamarca del segundo país por volumen de emisiones es bastante importante, a pesar de que los daneses están cambiando más emisiones desde las subastas de bonos a corto hacia vencimientos más largos. Suecia ocupa el segundo lugar, con 61.000 millones.

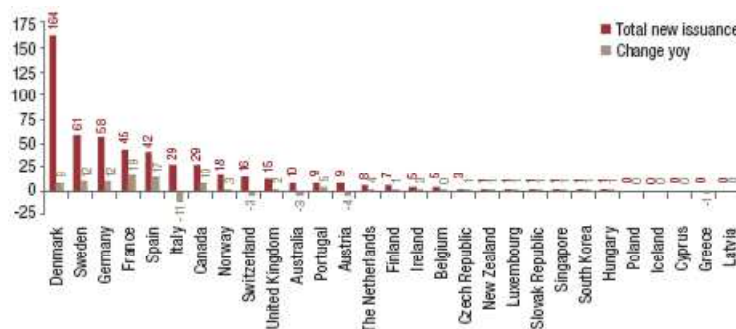
Los mayores crecimientos de nuevas emisiones con respecto a 2014 se produjeron en Francia (+ 19.000 millones de €), España (+18.000 millones de €), y Canadá (+10.000 millones de €). En estos tres países el crecimiento vino del lado de las emisiones de referencia y no de las colocaciones privadas. La última categoría se ha visto claramente perjudicada por los bajos tipos de interés y emisores más pequeños que antes solo recurrían a las colocaciones privada se han pasado a mercados públicos. Esto también es un factor determinante de porqué de las cuatro categorías de colocaciones que utilizamos, la emisión de referencia más pequeña fue la que más creció en 2015 (hasta los 31.000 millones de €).

Gráfico 4 ► Nuevas emisiones de *covered bonds* por tipo de colateral (izquierda) y por tipo de colocación (derecha) en MM €



Fuente: Crédit Agricole CIB

Gráfico 5 ► Nueva emisión de *covered bonds* por país y variaciones respecto de 2014 (MM €)



Fuente: Crédit Agricole CIB

Por último, en cuanto a las monedas, las emisiones en euro fueron las que más crecieron (+ 47.000 millones de €). Dado que también las mayores amortizaciones se hicieron en euros, el crecimiento del volumen vivo fue mayor en los *covered bonds* en moneda nacional, a pesar de que estas solo crecieron 25.000 millones de €. Las emisiones en otras monedas siguen representando una parte modesta de la emisión total. Estas crecieron 10.000 millones de €, hasta los 33.000 millones de €, pero solo representan el 6% del total de *covered bonds* emitidos en 2015.

¿CÓMO HA ARRANCADO 2016 Y QUÉ PODEMOS ESPERAR HASTA FINAL DE AÑO?

La emisión de *covered bonds* de referencia en diferentes monedas ha sido muy activa en 2016. De hecho, los primeros cuatro meses de 2016 se han situado muy por encima del mismo periodo de 2015. La emisión en euros ha sido de 78.000 millones; y el equivalente a 91.000 millones de euros por el total de emisiones de referencia en euros, USD y GBP, frente a 51.000 millones de € en emisiones de referencia y 66.000 millones de € por el total. No se dejó de emitir con el anuncio nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (**TLTRO II**), sino que en la primera mitad de 2016 el nivel de emisiones fue bastante superior al de 2015.

Las nuevas TLTRO II y los rendimientos extremadamente bajos también han llevado a emisiones predominantemente más largas. Por primera vez el precio de una nueva emisión de referencia en euros se ha situado en el territorio de los rendimientos negativos pero ha sido una excepción. El plazo medio de emisión inicial en los mercados de referencia en euros ha aumentado, hasta los 8 años, en el 2T -desde los siete años del 1T- y es ligeramente inferior al de 2014.

Otro fenómeno que se ha observado es un mayor número de emisiones provenientes de países no pertenecientes a la eurozona. Las TLTRO II han provocado que haya menos emisiones de países periféricos y los emisores de países como Canadá han aprovechado la oportunidad de colocar con éxito bonos de referencia en euros, o Turquía que ha podido debutar lanzando su primer *covered bond* de referencia en euros.

De cara al final de año, el ritmo de emisión será más lento que en el año anterior. Las TLTRO II no tendrán tanto efecto en las emisiones como se temía. Los *covered bonds* siguen siendo una alternativa viable para los emisores, especialmente en la parte larga de la curva. Además, incluso en países que tienen que hacer frente a la variación neta de los préstamos de referencia debido al gran número de amortizaciones anticipadas con rendimientos extremadamente bajos, los *covered bonds* son capaces de seguir compitiendo en costes con el Eurosistema.