



TESIS DOCTORAL

**LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES
EN LOS MERCADOS DE CAPITAL**

ARTURO SECO PRESENCIO

LICENCIADO EN CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA APLICADA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES
UNIVERSIDAD NACIONAL DE EDUCACIÓN A DISTANCIA**

DIRECTORA: DRA. ANTONIA CALVO HORNERO

2015

**DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA APLICADA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
UNIVERSIDAD NACIONAL DE EDUCACIÓN A DISTANCIA**

**LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES
EN LOS MERCADOS DE CAPITAL**

ARTURO SECO PRESENCIO
LICENCIADO EN CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

DIRECTORA: DRA. ANTONIA CALVO HORNERO

A Elia, Amelia, Mercedes y María Jesús

AGRADECIMIENTOS

Agradezco pujanza, apoyo y ejemplo para llevar a cabo este trabajo a Doña Antonia Calvo Hornero (economista), Don Jorge Seco Presencio (psicólogo), Don Fernando Chueca González (ingeniero), Don Frédéric Bel (ingeniero), Don Rafael Ruisanchez Capelastegui (economista), Don Alejandro García Orts (empresario), Don Carlos Martín Tobalina (economista), Don Ronald Roche (ingeniero), Don Alberto García Gil (arquitecto), Don Eutimio Martín García (filólogo), Don Hernán Pérez del Pulgar Morenes (economista), Don Jaime Pérez del Pulgar Delacour (economista), Don Ignacio Fernández-Vega Feijóo (economista), Don Ignacio Cortes Álvarez de Cienfuegos (economista), Don Joaquín González Clot (diseñador), Don Carlos Gusano Sáenz de Miera (abogado), Don José María Sechi Vázquez (abogado), Don Gabriel Sechi de Lucas (abogado), Don Ignacio Sechi de Lucas (economista), Don Juan Francisco Seco Guillot (economista), Don Gerardo Presencio Miñón (militar), Don Arturo Seco Carrancio (oftalmólogo), Don Arturo Seco de Guzmán (empresario), Don Arturo Seco Sechi (estudiante), Don Ignacio Seco Sechi (estudiante).

ÍNDICE

LISTA DE ABREVIATURAS.....	12
LISTA DE TABLAS	16
LISTA DE RECUADROS.....	18
LISTA DE GRÁFICOS	20
INTRODUCCIÓN GENERAL	24
1. ORIGEN Y OBJETIVOS	24
2. ANTECEDENTES E INTERÉS DEL TEMA TRATADO	28
3. ESTRUCTURA DE LA TESIS.....	33
4. CONTEXTO DEL ÁMBITO DE ESTUDIO	35
CAPÍTULO 1 – LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES	42
1. INTRODUCCIÓN AL CONCEPTO DE IFI.....	42
2. PROPUESTA DE CLASIFICACIÓN DE LAS IFIS.....	43
3. LAS IFIS DENTRO DEL SECTOR SSA.....	47
3.1. SUB-SOBERANOS.....	48
3.2. AGENCIAS DE DESARROLLO.....	51
3.2.1. AGENCIAS NACIONALES DE APOYO AL SECTOR FINANCIERO	57
4. IFIS EUROPEAS	60
4.1. EL BANCO EUROPEO DE INVERSIONES (BEI)	61
4.2. EL BANCO EUROPEO DE RECONSTRUCCIÓN Y DESARROLLO, (BERD).....	62
4.3. EL BANCO DE DESARROLLO DEL CONSEJO DE EUROPA, (BDCE)	63
4.4. NORDIC INVESTMENT BANK (NIB)	63
4.5. OTRAS IFIS EUROPEAS	64
5. MECANISMOS DE AYUDA FINANCIERA DE LA EUROZONA	64
5.1. FONDO EUROPEO DE ESTABILIDAD FINANCIERA (FEEF).....	68
5.2. MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD (MEDE)	70
5.3. LA UNIÓN EUROPEA COMO EMISOR DE DEUDA	74
5.3.1. MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD FINANCIERA (MEEF)	75
5.3.2. PROGRAMA DE BALANZA DE PAGOS.....	75

5.3.3.	PROGRAMA DE ASISTENCIA MACRO-FINANCIERA	76
6.	DIFERENCIAS ENTRE INSTITUCIONES MULTILATERALES DE DESARROLLO EUROPEAS	76
6.1.	COMPOSICIÓN DEL ACCIONARIADO Y LA ESTRUCTURA DE CAPITAL	76
6.2.	OBJETIVO INSTITUCIONAL PRIORITARIO	77
6.3.	TALLA DE BALANCE	78
6.4.	MODELO DE GESTIÓN DE ACTIVOS	79
6.5.	ÁREA GEOGRÁFICA DE ACTUACIÓN.....	80
7.	RELACIÓN ENTRE IFIS EUROPEAS E INSTITUCIONES POLÍTICAS	80
8.	CONCLUSIÓN DEL PRIMER CAPÍTULO	83

CAPÍTULO 2 – ÁMBITOS OPERACIONALES Y GESTIÓN DE RIESGOS EN LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

INTERNACIONALES 86

1.	INTRODUCCIÓN AL SEGUNDO CAPÍTULO	86
2.	ÁMBITOS OPERACIONALES	88
2.1.	FINANCIACIÓN DE PROYECTOS DE DESARROLLO	89
2.1.1.	COOPERACIÓN ENTRE IFIS EN LA FINANCIACIÓN DE PROYECTOS DE DESARROLLO	92
2.2.	OPERACIONES FINANCIERAS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITAL	94
2.2.1.	OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A LARGO PLAZO	95
2.2.2.	OPERACIONES DE TESORERÍA	96
2.2.3.	OPERACIONES DE INVERSIÓN A LARGO PLAZO	97
2.2.4.	OPERACIONES DE COBERTURA.....	97
3.	EL CONCEPTO DE RIESGO	98
3.1.	INTRODUCCIÓN AL CONCEPTO DE RIESGO	98
3.2.	LA REGULACIÓN DEL RIESGO A PARTIR DEL 2007	102
3.2.1.	LOS RATIOS DE CAPITAL DEL SECTOR BANCARIO	107
3.2.2.	LOS RATIOS DE LIQUIDEZ DEL SECTOR BANCARIO	108
3.2.3.	REGULACIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO	109
3.2.4.	INICIATIVAS REGULADORAS EUROPEAS	109
4.	GESTIÓN DE RIESGOS EN LAS IFIS	112
4.1.	COMPOSICIÓN DE CAPITAL EN LAS IFIS	113
4.2.	LA GESTIÓN DE RIESGOS FINANCIEROS EN LAS IFIS	115
4.2.1.	RIESGO DE MERCADO	116
4.2.2.	RIESGO DE CRÉDITO	117
4.2.3.	RIESGO DE LIQUIDEZ.....	125
4.2.4.	RIESGOS OPERACIONALES, RIESGO LEGAL Y RIESGO REGULATORIO.....	127
5.	LA CALIDAD CREDITICIA DEL SECTOR SSA	127
5.1.	SECTOR SSA Y AGENCIAS DE CALIFICACIÓN FINANCIERA	128
5.2.	PONDERACIÓN DEL RIESGO DENTRO DEL SECTOR SSA.....	130
6.	CONCLUSIÓN DEL SEGUNDO CAPÍTULO	131

CAPÍTULO 3 – LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES EN LOS MERCADOS DE DEUDA (I) –

VOLUMEN DEL MERCADO 136

1.	INTRODUCCIÓN AL TERCER CAPÍTULO	136
2.	ANÁLISIS DE LA ACTIVIDAD DE FINANCIACIÓN	137
3.	LA FINANCIACIÓN DE LAS IFIS A TRAVÉS DE LOS MERCADOS INTERNACIONALES.....	140
4.	VOLUMEN DEL MERCADO DE DEUDA	141
4.1.	EMISIÓN DE DEUDA SINDICADA	142
4.2.	VOLUMEN DE EMISIÓN DEL SECTOR SSA EXCLUYENDO AGENCIAS AMERICANAS.....	145
4.3.	VOLUMEN DE EMISIÓN DE LAS AGENCIAS AMERICANAS	147
4.4.	VOLUMEN DE EMISIÓN TOTAL DEL SECTOR SSA.....	148
4.5.	COMPARACIÓN DEL VOLUMEN DE EMISIÓN DENTRO DEL SECTOR SSA.....	150
4.6.	VOLUMEN DE EMISIÓN DE LAS PRINCIPALES IFIS Y AGENCIAS EUROPEAS.....	150
4.7.	VOLUMEN DE EMISIÓN DE LAS PRINCIPALES IFIS NO EUROPEAS	153
4.8.	DEUDA SOBERANA DE LA EUROZONA	155

4.8.1.	EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN DE DEUDA EN LA EUROZONA	155
4.8.2.	DEUDA SOBERANA TOTAL DE LA EUROZONA.....	157
4.8.3.	EVOLUCIÓN DE LA DEUDA DE LA EUROZONA RESPECTO AL PIB	159
4.8.4.	VARIABLES MACROECONÓMICAS DE LA EUROZONA	160
4.8.5.	VARIABLES MACROECONÓMICAS EN ESPAÑA.....	162
4.8.6.	COMPARACIÓN GEOGRÁFICA DE VARIABLES MACROECONÓMICAS.....	164
4.9.	ESTIMACIÓN DEL MERCADO DE DEUDA VIVA GLOBAL	167
5.	CONCLUSIÓN DEL TERCER CAPÍTULO.....	170

CAPÍTULO 4 – LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES EN LOS MERCADOS DE DEUDA (II) – MERCADOS DE DEUDA Y BASE DE INVERSORES 174

1.	INTRODUCCIÓN AL CUARTO CAPÍTULO	174
2.	PARTICIPACIÓN DE LAS IFIS EN LOS MERCADOS DE DEUDA.....	176
2.1.	LAS IFIS EN LOS PRINCIPALES MERCADOS DE DEUDA.....	177
2.1.1.	EMISIÓN DE BONOS USD POR LAS IFIS	178
2.1.2.	EMISIÓN DE BONOS EUR POR LAS IFIS	179
2.1.3.	EMISIÓN DE BONOS JPY POR LAS IFIS.....	180
2.1.4.	EMISIÓN DE BONOS GBP POR LAS IFIS	183
2.1.5.	EMISIÓN DE BONOS CHF POR LAS IFIS	183
2.2.	LAS IFIS EN LOS MERCADOS DE DEUDA PERIFÉRICOS MADUROS	184
2.2.1.	LAS IFIS Y EL MERCADO AUSTRALIANO	184
2.2.2.	LAS IFIS EN EL MERCADO CANADIENSE.....	186
2.2.3.	LAS IFIS EN LOS MERCADOS DE TAIWÁN, HONG KONG Y SINGAPUR	187
2.3.	LAS IFIS EN LOS MERCADOS DE NUEVA CREACIÓN	187
2.3.1.	LAS IFIS Y EL MERCADO EUROLIRA	187
2.3.2.	OTROS MERCADOS DOMÉSTICOS	189
2.3.3.	MERCADO FRN	190
2.3.4.	MERCADO GREEN BOND	191
3.	ESTRATEGIA DE FINANCIACIÓN DE LAS PRINCIPALES IFIS EUROPEAS.....	193
4.	BASE DE INVERSORES DE DEUDA EMITIDA POR LAS IFIS.....	196
4.1.	LOS BANCOS CENTRALES	198
4.1.1.	OBJETIVOS Y ESTRATEGIAS DE GESTIÓN DE LAS RESERVAS DE DIVISA	202
4.1.2.	LA DIVERSIFICACIÓN DE LAS RESERVAS: RESERVAS ASIGNADAS Y RESERVAS NO ASIGNADAS.....	204
4.1.3.	LA ACUMULACIÓN DE RESERVAS DE DIVISA POR LOS BANCOS CENTRALES	205
4.1.4.	LAS RESERVAS DE DIVISA EN ASIA	209
4.1.5.	EL EUROSISTEMA Y LA ACUMULACIÓN GLOBAL DE RESERVAS.	212
4.1.6.	LAS RESERVAS DE DIVISA EN EUROPA.	214
4.1.7.	RESERVAS Y MERCADOS DOMÉSTICOS ASIÁTICOS.....	215
4.2.	ACUMULACIÓN DE RESERVAS DE DIVISA, CRECIMIENTO ECONÓMICO Y FONDOS SOBERANOS	217
4.2.1.	FONDOS SOBERANOS Y SUS CATEGORÍAS	220
4.2.2.	OBJETIVOS Y ESTRATEGIAS DE GESTIÓN DE LOS FONDOS SOBERANOS	223
4.2.3.	ANÁLISIS DEL VOLUMEN DE ACTIVOS BAJO GESTIÓN DE LOS FONDOS SOBERANOS	227
4.2.4.	CAPITAL ACUMULADO TOTAL (CAT)	231
4.3.	INSTITUCIONES BANCARIAS.....	235
4.4.	GESTORES DE ACTIVOS, FONDOS DE PENSIÓN Y ASEGURADORAS	236
5.	CONCLUSIÓN DEL CUARTO CAPÍTULO	237

CAPÍTULO 5 – EVOLUCIÓN DEL COSTE DE FINANCIACIÓN DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES 240

1.	INTRODUCCIÓN AL QUINTO CAPÍTULO	240
2.	EL COSTE DE FINANCIACIÓN.....	241
2.1.	ESTIMACIÓN DEL COSTE DE FINANCIACIÓN.....	242
2.2.	PROPUESTA METODOLÓGICA PARA LA ESTIMACIÓN DEL COSTE DE FINANCIACIÓN.....	243

2.2.1.	DIFERENCIACIÓN DEL ORIGEN DE LOS DATOS PARA EFECTUAR LAS ESTIMACIONES: MERCADO PRIMARIO Y MERCADO SECUNDARIO	245
2.2.2.	CONVERSIÓN DEL RENDIMIENTO EN TIPO FIJO A RENDIMIENTO EN TIPO VARIABLE COMPARABLE	245
2.2.3.	CONVERSIÓN DE LAS EMISIONES REALIZADAS EN EUROS.....	247
2.2.4.	CONVERSIÓN A UN MISMO MERCADO DE REFERENCIA DEL RENDIMIENTO A TIPO VARIABLE COMPARABLE.	247
2.2.5.	CARGAS DE LOS PRODUCTOS DERIVADOS	249
2.2.6.	ESTIMACIÓN DEL COSTE DE FINANCIACIÓN CON TODOS LOS GASTOS INCLUIDOS, ALL-IN COST.	250
3.	CONSTITUCIÓN DE LA BASE DE DATOS COSTE DE FINANCIACIÓN.....	251
3.1.	RESULTADOS DE LA BASE DE DATOS COSTE DE FINANCIACIÓN.....	255
3.1.1.	COMPARACIÓN DE COSTES DE FINANCIACIÓN ESTIMADOS DENTRO DEL SECTOR SSA	255
3.1.2.	COMPARACIÓN DE COSTES DE FINANCIACIÓN ESTIMADOS ENTRE EL SECTOR SSA Y OTROS SECTORES DEL MERCADO.....	257
3.1.3.	ASPECTOS GENERALES DE LA ACTIVIDAD DEL SECTOR SSA EN EL MERCADO PRIMARIO.....	259
3.2.	ESTACIONALIDAD DE LA ACTIVIDAD EMISORA	261
4.	TRANSFORMACIÓN DEL MERCADO SECUNDARIO SSA FRENTE A LOS CAMBIOS COYUNTURALES.....	261
5.	ADAPTACIÓN DEL COSTE DE FINANCIACIÓN SSA A LA COYUNTURA ECONÓMICO FINANCIERA	266
5.1.	FASE PREVIA A LA CRISIS	267
5.1.1.	CONTEXTO ECONÓMICO-FINANCIERO EN LA FASE PREVIA A LA CRISIS	268
5.1.2.	CURVAS DE TIPO DE INTERÉS EN LA FASE PREVIA A LA CRISIS.....	269
5.1.3.	COSTE DE FINANCIACIÓN DE LAS IFIS EN LA FASE PREVIA A LA CRISIS	271
5.2.	PRIMERA FASE DE LA CRISIS: AGOSTO 2007- AGOSTO 2008	274
5.2.1.	CONTEXTO ECONÓMICO-FINANCIERO EN LA PRIMERA FASE DE LA CRISIS	275
5.2.2.	CURVAS DE TIPO DE INTERÉS EN LA PRIMERA FASE DE LA CRISIS	277
5.2.3.	ADAPTACIÓN DEL COSTE DE FINANCIACIÓN DE LAS IFIS EN LA PRIMERA FASE DE LA CRISIS.....	279
5.3.	SEGUNDA FASE DE LA CRISIS: SEPTIEMBRE 2008 – FEBRERO 2009.	282
5.3.1.	CONTEXTO ECONÓMICO-FINANCIERO EN LA SEGUNDA FASE DE LA CRISIS.....	284
5.3.2.	CURVAS DE TIPO DE INTERÉS EN LA SEGUNDA FASE DE LA CRISIS.....	287
5.3.3.	ADAPTACIÓN DEL COSTE DE FINANCIACIÓN DE LAS IFIS EN LA SEGUNDA FASE DE LA CRISIS.....	289
5.4.	TERCERA FASE DE LA CRISIS: MARZO 2009 – DICIEMBRE 2014	293
5.4.1.	CONTEXTO ECONÓMICO-FINANCIERO EN LA TERCERA FASE DE LA CRISIS.....	294
5.4.2.	CURVAS DE TIPO DE INTERÉS EN LA TERCERA FASE DE LA CRISIS.....	295
5.4.3.	ADAPTACIÓN DEL COSTE DE FINANCIACIÓN DE LAS IFIS EN LA TERCERA FASE DE LA CRISIS	297
6.	ADAPTACIÓN DEL COSTE DE FINANCIACIÓN A LOS CAMBIOS DEL PERIODO 2007-2014	300
7.	CONTRIBUCIÓN DE LAS IFIS EUROPEAS AL CRECIMIENTO MEDIANTE LA ADAPTACIÓN DE SU COSTE DE FINANCIACIÓN A LOS CAMBIOS COYUNTURALES.	304
8.	CONCLUSIÓN DEL QUINTO CAPÍTULO.....	305
	CONCLUSIONES GENERALES.....	308
	BIBLIOGRAFÍA	314
	FUENTES ESTADÍSTICAS.....	332

LISTA DE ABREVIATURAS

<i>ADB</i>	<i>Asian Development Bank</i>
<i>AfDB</i>	<i>African Development Bank</i>
<i>AFME</i>	<i>Association for Financial Markets in Europe</i>
<i>ASIFMA</i>	<i>Asia Securities Industry and Financial Markets Association</i>
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Banco Central Nacional
BDCE	Banco de Desarrollo del Consejo de Europa
BEI	Banco Europeo de Inversiones
BERD	Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo
BIP	Banco Internacional de Pagos
BIRD	Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo
BM	Banco Mundial
BMD	Banco Multilateral de Desarrollo
BNS	Banco Nacional Suizo
BsCsNs	Bancos Centrales Nacionales
<i>CAPM</i>	<i>Capital Adequacy Pricing Model</i>
CAT	Capital Acumulado Total
CCAA	Comunidades Autónomas
CD	Certificados de Depósito
<i>CDS</i>	<i>Credit Default Swap</i>
CECA	Comunidad Europea del Carbón y del Acero
CESB	Comité Europeo de Supervisión Bancaria
<i>CIA</i>	<i>Central Intelligence Agency</i>
<i>COFER</i>	<i>Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves</i>
<i>CRD</i>	<i>Capital Requirements Directive</i>
CSBB	Comité de Supervisión Bancaria de Basilea

<i>CVA</i>	<i>Credit Value Adjustment</i>
DEG	Derechos Especiales de Giro
<i>EARN</i>	<i>Euro Area Reference Note Facility</i>
<i>EASI</i>	<i>European Agency & Supranacional Index</i>
<i>EASSCOMP</i>	<i>Euro Area Systemic Stress Indicator Composit Index</i>
<i>EBA</i>	<i>European Banking Authority</i>
EC	Expansión Cuantitativa
<i>ECAF</i>	<i>Eurosystem Credit Assessment Framework</i>
<i>ECAI</i>	<i>External Credit Assessment Institution</i>
<i>ECP</i>	<i>Euro Comercial Paper</i>
<i>EMIR</i>	<i>European Market Infrastructure Regulation</i>
<i>ETTI</i>	<i>Estructura Temporal de Tipos de Interés</i>
Euratom	Comunidad Europea de la Energía Atómica
<i>EURIBOR</i>	<i>Euro Interbank Offered Rate</i>
Eurofima	European Company for the Financing of Railroad Rolling Stock
<i>FDIC</i>	<i>Federal Deposit Insurance Corporation</i>
<i>FED</i>	<i>Federal Reserve Board</i>
FEEF	Fondo Europeo de Estabilidad Financiera
FEI	Fondo Europeo de Inversiones
FFPP	Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores
<i>FHLB</i>	<i>Federal Home Loan Bank</i>
<i>FHLC</i>	<i>Federal Home Loan Mortgage Corp</i>
FLA	Fondo de Liquidez Autonómico
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMI	Fondo Monetario Internacional
<i>FMSA</i>	<i>Federal Agency for Financial Market Stabilisation</i>
<i>FNMA</i>	<i>Federal Nacional Mortgage Association</i>
<i>FRN</i>	<i>Floating Rate Note</i>
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
<i>FSB</i>	<i>Financial Stability Board</i>
<i>FSF</i>	<i>Financial Stability Forum</i>
FUR	Fondo Único de Resolución
<i>FVA</i>	<i>Funding Value Adjustment</i>
<i>GFMA</i>	<i>Global Financial Market Association</i>
<i>GSE,</i>	<i>Government Sponsored Entities</i>
<i>HRE</i>	<i>Hypo Real Estate Group</i>
<i>IADB</i>	<i>Inter-American Development Bank</i>
<i>IAIS</i>	<i>International Association of Insurance Supervisors</i>
<i>IASB</i>	<i>International Accounting Standards Board</i>
<i>ICMA</i>	<i>International Capital Market Association</i>

ICO	Instituto de Crédito Oficial
<i>IDF</i>	<i>Ile de France</i>
IFI	Institución Financiera Internacional
IFMD	Institución Financiera Multilateral de Desarrollo
<i>IFS</i>	<i>International Financial Statistics</i>
<i>IFSWF</i>	<i>International Forum of Sovereign Wealth Funds</i>
IMF	Institución Multilateral Financiera
<i>IMFC</i>	<i>International Monetary and Financial Committee</i>
IMP	Institución Multilateral de Préstamo
<i>IRS</i>	<i>Interest Rate Swap</i>
<i>ISDA</i>	<i>International Swap and Derivatives Association</i>
<i>IWG</i>	<i>International Working Group of Sovereign Wealth Funds</i>
<i>LCR</i>	<i>Liquidity Coverage Ratio</i>
<i>LIBOR</i>	<i>London Interbank Offered Rate</i>
<i>LTRO</i>	<i>Longer-Term Refinancing Operation</i>
MAF	Mecanismos de Ayuda Financiera
MEDE	Mecanismo Europeo de Estabilidad
MEEF	Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera
<i>MIEI</i>	<i>Market Itraxx Europe Index</i>
<i>MoU</i>	<i>Memorandums of Understanding</i>
MUR	Mecanismo Único de Resolución
MUS	Mecanismo Único de Supervisión
<i>NEDFIN</i>	<i>Netherlands Development Finance Company</i>
<i>NIB</i>	<i>Nordic Investment Bank</i>
<i>OCC</i>	<i>Office of the Comptroller of the Currency</i>
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OI	Organización Internacional
OICV	Organismo Internacional de Comisiones de Valores
<i>OIF</i>	<i>Otros Intermediarios Financieros</i>
OMC	Organización Mundial del Comercio
<i>OTC</i>	<i>Over the Counter</i>
PIB	Producto Interior Bruto
<i>PSEs</i>	<i>Public Sector Entities</i>
PYME	Pequeña y Mediana Empresa
<i>QE</i>	<i>Quantitative Easing</i>
RFC	Ratio Fondos Soberanos / Capital Total Acumulado
RFR	Ratio Fondos Soberanos / Reservas Divisa
RRC	Ratio Reservas Divisa / Capital Total Acumulado
S&P's	Standard and Poor's
SAREB	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria

<i>SFEFR</i>	<i>Société de Financement de l'Economie Française</i>
<i>SIFMA</i>	<i>Securities Industry and Financial Markets Association</i>
<i>SoFFin</i>	<i>Financial Markets Stabilisation Fund</i>
SSA	Sub-soberanos-Supranacionales-Agencias
<i>SWF</i>	<i>Sovereign Wealth Fund</i>
TCE	Tribunal de Cuentas Europeo
UE	Unión Europea
UME	Unión Monetaria Europea
<i>UNITAR</i>	<i>United Nations Institute for Training and Research</i>
VAN	Valor Actual Neto
<i>VaR</i>	<i>Value-at-Risk</i>
<i>VIX</i>	<i>Chicago Board Options Exchange Volatility Index</i>
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

LISTA DE TABLAS

- Tabla 1.** Instituciones Financieras Internacionales, Propuesta de Clasificación.
- Tabla 2.** Agencias de Financiación, Propuesta de Clasificación.
- Tabla 3.** Mecanismos de Ayuda Financiera de la Eurozona.
- Tabla 4.** Programas de apoyo destinados a los países de la Eurozona – Desembolsos solicitados.
- Tabla 5.** Contribuciones de los países de la Eurozona al FEEF en millones de €.
- Tabla 6.** Contribuciones de los países de la Eurozona al MEDE en millones de €.
- Tabla 7.** Principales acontecimientos y acciones europeas ante la crisis soberana.
- Tabla 8.** IFIS Europeas, Activos Totales y Calidad Crediticia.
- Tabla 9.** Volumen diario de negociación de Productos Derivados en billones de \$, abril 2013.
- Tabla 10.** Escala de calificaciones financieras.
- Tabla 11.** *Green Bonds* emitidos por emisores del sector SSA.
- Tabla 12.** Principales Bancos Centrales gestores de reservas de divisa a 30/04/2014.
- Tabla 13.** Contribución a las reservas mundiales y PIB global.
- Tabla 14.** Pérdidas bancarias e inyecciones de capital relacionadas con la crisis sub-prime en \$ billones.
- Tabla 15.** Ranking mundial de Fondos Soberanos.
- Tabla 16.** Número de transacciones de la Base de Datos Coste de Financiación por mercado y vencimiento.
- Tabla 17.** Coste de Financiación Estimado del sector SSA en el mercado primario USD en 2006.
- Tabla 18.** Coste de Financiación Estimado de KW en los mercados primarios EUR y USD en 2006.
- Tabla 19.** Coste de Financiación Estimado por sectores y calificación crediticia en Euribor 3m, abril del 2006.
- Tabla 20.** Coste de Financiación Estimado por sectores y calificación crediticia en Euribor 3m, diciembre 2013.

LISTA DE RECUADROS

Recuadro 1. Las Comunidades Autónomas españolas como emisores sub-soberanos.

Recuadro 2. El Banco de Inglaterra como agencia emisora.

Recuadro 3. El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria.

Recuadro 4. El Fondo Europeo de Inversiones.

Recuadro 5. Diferencias entre Consejo Europeo y Consejo de Europa.

Recuadro 6. Ámbitos operacionales de las IFIS.

Recuadro 7. Financiación del ICO a través de sector SSA en el año 2013.

Recuadro 8. El Organismo Internacional de Comisiones de Valores.

Recuadro 9. Asociaciones profesionales en los mercados de capital.

Recuadro 10. El Mecanismo Único de Supervisión, primer pilar de la Unión Bancaria Europea.

Recuadro 11. El Mecanismo Único de Resolución, segundo pilar de la Unión Bancaria Europea.

Recuadro 12. Regulación del mercado de derivados OTC.

Recuadro 13. Emisiones públicas y emisiones privadas.

Recuadro 14. Deuda sindicada del sector público y del sector privado.

Recuadro 15. Mercados Internacionales y Mercados Domésticos.

Recuadro 16. Los programas de emisión de deuda.

Recuadro 17. Emisiones internacionales públicas en el mercado doméstico japonés.

Recuadro 18. Prima de riesgo.

Recuadro 19. La prima de riesgo española.

Recuadro 21. Objetivos de las principales autoridades monetarias.

Recuadro 20. Expansión Cuantitativa o *Quantitative Easing*.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. CDS: Italia, España y Portugal.

Gráfico 2. CDS: Grecia, Irlanda y Chipre.

Gráfico 3. CDS: Francia, Países Bajos y Alemania.

Gráfico 4. CDS: Hungría, Polonia y R. Checa.

Gráfico 5. CDS: Estados Unidos, R.U. y Suiza.

Gráfico 6. CDS: Japón, China y Australia.

Gráfico 7. CDS: Dinamarca, Fin., Noruega y Suecia.

Gráfico 8. CDS: Rusia, Sudáfrica, Turquía y Brasil.

Gráfico 9. Segmentación estratégica de actividades bancarias en las IFIS.

Gráfico 10. Emisiones sindicadas.

Gráfico 11. Emisiones sindicadas totales.

Gráfico 12. Volumen de emisión de deuda sindicada en €.

Gráfico 13. Volumen de emisión de deuda sindicada en \$.

Gráfico 14. Volumen de emisión de deuda sindicada en £.

Gráfico 15. Volumen de emisión total de deuda sindicada convertida en €.

Gráfico 16. Emisiones SSA excluyendo agencias americanas.

Gráfico 17. Volumen de emisión agencias americanas.

Gráfico 18. Evolución emisión deuda Freddie Mac.

Gráfico 19. Evolución emisión deuda Fannie Mae.

Gráfico 20. Volumen de emisión SSA incluyendo agencias americanas.

Gráfico 21. Reparto de la emisión de deuda SSA.

Gráfico 22. Volumen de emisión de las principales instituciones SSA, excluyendo agencias americanas.

Gráfico 23. Evolución emisión deuda BEI.

Gráfico 24. Evolución emisión deuda KfW.

Gráfico 25. Evolución emisión deuda CADES.

Gráfico 26. Evolución emisión deuda BNG.

Gráfico 27. Evolución emisión deuda Rentenbank.

Gráfico 28. Evolución emisión deuda KBN.

Gráfico 29. Evolución emisión deuda BERD.

Gráfico 30. Evolución emisión deuda NIB.

Gráfico 31. Evolución emisión deuda BDCE.

Gráfico 32. Evolución emisión deuda ICO.

Gráfico 33. Evolución emisión deuda BIRD.

Gráfico 34. Evolución emisión deuda IFC.

Gráfico 35. Evolución emisión deuda IADB.

Gráfico 36. Evolución emisión deuda ADB.

Gráfico 37. Evolución de la emisión anual total de deuda en la Eurozona.

Gráfico 38. Emisión anual de deuda por país de la Eurozona.

Gráfico 39. Deuda viva soberana de la Eurozona.

Gráfico 40. Deuda viva soberana de países de la Unión Europea no pertenecientes a la Eurozona.

Gráfico 41. Ratio de deuda pública respecto al PIB en la Eurozona.

Gráfico 42. Evolución de la tasa de crecimiento en la Eurozona.

Gráfico 43. Evolución de la inflación en la Eurozona.

Gráfico 44. Evolución de la tasa de desempleo en la Eurozona.

Gráfico 45. Ratio de deuda pública respecto al PIB en España.

Gráfico 46. Evolución de la tasa de crecimiento en España.

Gráfico 47. Evolución de la inflación en España.

Gráfico 48. Evolución de la tasa de desempleo en España.

Gráfico 49. Evolución comparada de la tasa de crecimiento.

Gráfico 50. Evolución comparada de la inflación.

Gráfico 51. Evolución comparada de la tasa de desempleo.

Gráfico 52. Comparación de variables macroeconómicas de la Eurozona.

Gráfico 53. Comparación de variables macroeconómicas Españolas.

Gráfico 54. Comparación de variables macroeconómicas de Estados Unidos.

Gráfico 55. Deuda viva por categoría de emisor.

Gráfico 56. Reparto porcentual de la deuda viva global.

Gráfico 57. Deuda global pública y privada.

Gráfico 58. Acciones y deuda a globales.

Gráfico 59. Evolución de la capitalización bursátil global.

Gráfico 60. Mercado de bonos no gubernamentales Canadiense.

Gráfico 61. Distribución de las reservas de divisas asignadas.

Gráfico 62. Distribución por continentes de las reservas globales.

Gráfico 63. Evolución de las reservas mundiales por continente.

Gráfico 64. Evolución de las reservas asiáticas frente a las mundiales.

Gráfico 65. Evolución de las reservas totales asiáticas.

Gráfico 66. Evolución de las reservas chinas frente a las japonesas.

Gráfico 67. Evolución de las reservas chinas frente a las mundiales.

- Gráfico 68.** Evolución de las reservas de las principales economías.
- Gráfico 69.** Principales reservas excluidas las chinas y japonesas.
- Gráfico 70.** Distribución por activos de las reservas totales.
- Gráfico 71.** Reservas de los principales países europeos no pertenecientes a la Eurozona.
- Gráfico 72.** Volumen de los mercados domésticos asiáticos a 31/12/2013.
- Gráfico 73.** Activos gestionados por los Fondos Soberanos por continentes.
- Gráfico 74.** Activos gestionados por los Fondos Soberanos por países.
- Gráfico 75.** Evolución del volumen de activos gestionados por Fondos Soberanos.
- Gráfico 76.** Evolución del Capital Acumulado Total.
- Gráfico 77.** Evolución Ratio Fondos Soberanos/Reservas Divisa.
- Gráfico 78.** Evolución USD *IRS* 3, 5 y 10 años en el periodo 2005-2015. Tipo fijo contra Libor 3 meses.
- Gráfico 79.** Evolución EUR *IRS* 3, 5 y 10 años en el periodo 2005-2015. Tipo fijo contra Euribor 3 meses.
- Gráfico 80.** Evolución EUR 3m vs 6m *Basis Swap* 3, 5, 10 y 30 años en el periodo 2005-2015. Euribor 3 meses contra Euribor 6 meses.
- Gráfico 81.** Evolución EUR/USD *Basis Swap* 3, 5, 10 y 30 años en el periodo 2005-2015. Libor 3 meses contra Euribor 3 meses.
- Gráfico 82.** Distribución por mercados de las transacciones de la Base de Datos Coste de Financiación.
- Gráfico 83.** Vencimiento en años de las transacciones de la Base de Datos Coste de Financiación.
- Gráfico 84.** Evolución del rendimiento de la deuda soberana europea.
- Gráfico 85.** Evolución de la prima de riesgo de la deuda soberana europea.
- Gráfico 86.** Evolución del rendimiento de la deuda en países europeos que no han recibido ayuda financiera.
- Gráfico 87.** Evolución de la prima de riesgo en países que no han recibido ayuda financiera.
- Gráfico 88.** Evolución del rendimiento del sector SSA por bandas de vencimientos.
- Gráfico 89.** Evolución del rendimiento medio del sector SSA.
- Gráfico 90.** Evolución de la prima de riesgo del sector SSA.
- Gráfico 91.** Curvas de tipos europeas a 01/01/2007.
- Gráfico 92.** Prima de riesgo griega a 01/01/2007.
- Gráfico 93.** Coste de financiación de las IFIS europeas en la fase previa a la crisis.
- Gráfico 94.** Coste de financiación de las IFIS europeas en la fase previa a la crisis, € y \$.
- Gráfico 95.** Variación de la curva de tipos de interés alemana en el verano 2007.
- Gráfico 96.** Curvas de tipos europeas a 30/08/2007.
- Gráfico 97.** Prima de riesgo griega a 30/08/2007.
- Gráfico 98.** Adaptación del coste de financiación de las IFIS europeas en la primera fase de la crisis.
- Gráfico 99.** Adaptación del coste de financiación de las IFIS europeas en la primera fase de la crisis, € y \$.
- Gráfico 100.** Capitalización Global en trillones de dólares.
- Gráfico 101.** Tipo de Refinanciación del BCE.
- Gráfico 102.** FED *Funds Target*.
- Gráfico 103.** *Bank Rate* del Banco Central del R.U.
- Gráfico 104.** *Call Rate* del Banco Central de Japón.
- Gráfico 105.** Variaciones de la curva de tipos de interés alemana I.

- Gráfico 106.** Curvas de tipos europeas a 27/02/2009.
- Gráfico 107.** Prima de riesgo griega a 27/02/2009.
- Gráfico 108.** Evolución de la volatilidad medida a través del VIX.
- Gráfico 109.** Evolución del riesgo de crédito en Europa.
- Gráfico 110.** Adaptación del coste de financiación de las IFIS europeas en la segunda fase de la crisis.
- Gráfico 111.** Adaptación del coste de financiación de las IFIS europeas en la segunda fase de la crisis, € y \$.
- Gráfico 112.** Variaciones de la curva de tipos de interés alemana II.
- Gráfico 113.** Curvas de tipos europeas a 01/03/2012.
- Gráfico 114.** Curvas de tipos europeas a 01/03/2012 sin incluir Grecia.
- Gráfico 115.** Prima de riesgo griega a 01/03/2012.
- Gráfico 116.** Adaptación del coste de financiación de las IFIS europeas en la tercera fase de la crisis.
- Gráfico 117.** Adaptación del coste de financiación a tres años de las IFIS europeas.
- Gráfico 118.** Adaptación del coste de financiación a cinco años de las IFIS europeas.
- Gráfico 119.** Adaptación del coste de financiación a diez años de las IFIS europeas.
- Gráfico 120.** Evolución del estrés financiero a través del HSBC Financial Clog Index.
- Gráfico 121.** Evolución del estrés financiero europeo - EASSCOMP.
- Gráfico 122.** Adaptación del coste de financiación de las IFIS europeas frente a los cambios del PIB.

INTRODUCCIÓN GENERAL

El núcleo de la investigación presentada se encuentra constituido por la actividad que desarrollan las Instituciones Financieras Internacionales en los mercados de capital, delimitando el análisis realizado en el periodo 2005-2014 y centrándolo en las Instituciones Financieras Internacionales europeas. Exponemos a continuación las motivaciones y objetivos que nos han hecho considerar relevante la temática elegida, los antecedentes y la justificación del interés del tema tratado, la hipótesis de trabajo, el contexto financiero y económico existente en el periodo de análisis y la metodología que se ha utilizado.

1. Origen y objetivos

La elección del tema tratado tiene su origen en una serie de preguntas en torno a la capacidad y el modo de contribuir al crecimiento económico por parte de las Instituciones Financieras Internacionales. Dicha contribución viene condicionada por el contexto económico y financiero de cada momento y tendrá características diferentes en periodos de estabilidad respecto a los periodos de inestabilidad. No solo las variables exógenas, como la coyuntura económica, influyen en la contribución de las Instituciones Financieras Internacionales al crecimiento, sino también las variables endógenas, como puede ser la fijación de prioridades y objetivos en cada momento por parte de las propias instituciones.

Con la última crisis internacional, se acentúa el interés por analizar la eficiencia de todo tipo de organización financiera y surgen preguntas sobre la capacidad de contribución de las

Instituciones Financieras Internacionales al crecimiento económico. Esta situación se da durante un periodo en el que las dificultades económicas son acompañadas por tensiones en el sistema financiero internacional que no habían sido experimentadas con anterioridad. En este sentido, al diferenciar entre coyuntura económica y coyuntura financiera, observamos la relación entre la problemática de mantener el crecimiento en las diferentes áreas económicas y las dificultades de sus sistemas financieros y bancarios, pudiendo constatar que la crisis es de carácter, económico, financiero e incluso fiscal.

Partiendo de esta tesitura, al estudiar los ámbitos de acción de las Instituciones Financieras Internacionales, surgen una serie de preguntas que podemos agrupar en las siguientes consideraciones: 1. la capacidad de contribución de dichas instituciones al crecimiento económico, 2. la capacidad para financiarse en diferentes coyunturas financieras y 3. la capacidad para llevar a cabo las dos anteriores, a través de sus actividades en los mercados de capital.

Respecto a la primera consideración, nos preguntamos si las Instituciones Financieras Internacionales son capaces de mantener su contribución al crecimiento económico en periodos de crisis. Igualmente, surge la pregunta sobre si la actividad de obtención de recursos a través de los mercados de capital y la actividad de financiación de proyectos pueden desarrollarse dentro de una misma área geográfica y contribuir simultáneamente a su crecimiento económico.

Una vez establecidas las preguntas concernientes a la capacidad de apoyo de las Instituciones Financieras Internacionales al crecimiento económico, surgen las preguntas relacionadas con la segunda consideración, relativas a la adaptación de sus actividades a aspectos cambiantes de los mercados de capital y en especial a su capacidad de financiarse en los mercados de deuda. Las preguntas relacionadas a la adaptación de las Instituciones Financieras Internacionales a las nuevas condiciones de rentabilidad y riesgo del mercado, así como a los cambios del marco regulatorio son determinantes a la hora de valorar su eficiencia. Al considerar los aspectos operacionales, surgen preguntas de carácter estratégico relacionadas con la política de financiación que han de seguir para optimizar el coste de sus recursos, lo que incluye la ampliación de la base de inversores con el objetivo de mantener un nivel de demanda estable para los bonos emitidos y la adaptación a los cambios en su coste de financiación. Llegados a este punto, aparece una nueva cuestión, la de cómo abordar el

problema de la comparabilidad de las transacciones efectuadas por diferentes emisores, en diferentes mercados y con diferentes características.

Nuestra tercera consideración es una combinación de las dos precedentes, es decir, nos preguntamos si las Instituciones Financieras Internacionales son capaces de contribuir al crecimiento económico a través de su participación en los mercados de capital, en concreto el de deuda, donde obtienen los recursos necesarios para poder desarrollar su actividad de préstamo. En este sentido, será importante determinar los niveles hasta los que pueden aumentar el coste de financiación y la prima de riesgo de las Instituciones Financieras Internacionales sin que estas pierdan eficiencia en la consecución de sus objetivos.

El objetivo de la Tesis es realizar un trabajo de investigación que dé respuesta a las preguntas planteadas a través del análisis lo más pormenorizado posible, en función de los datos disponibles, de las propuestas que nos parecen más adecuadas y pertinentes para responder cada una de dichas preguntas con especial atención en las Instituciones Financieras Internacionales europeas. Para futuros trabajos de investigación, se pretende seguir profundizando en el análisis e incluso hacerlo extensivo a otras zonas distintas de Europa. Para alcanzar el objetivo fijado, establecemos una hipótesis de trabajo y fijamos siete objetivos intermedios que nos permiten estudiar los elementos de análisis necesarios para contrastar dicha hipótesis.

La hipótesis de trabajo consiste en verificar o en su caso rechazar, la capacidad de adaptación de la actividad de financiación de las Instituciones Financieras Internacionales europeas a la volatilidad de su coste de financiación, en un periodo de alto estrés financiero.

Los objetivos intermedios fijados son los siguientes: 1. Establecer una clasificación de las Instituciones Financieras Internacionales como segmento de los mercados de capital, 2. determinar si los Mecanismos de Ayuda Financiera europeos disponen de los recursos financieros necesarios para cumplir sus objetivos, 3. analizar el proceso de acumulación de capital de las instituciones oficiales y posicionar a la Eurozona dentro del mismo, 4. obtener un coste de financiación comparable y estudiar su evolución al pasar de una coyuntura estable a un periodo de volatilidad, 5. comparar la evolución del coste de financiación con otras variables, 6. analizar la influencia en los mercados de capital de la actividad de las Instituciones Financieras Internacionales y 7. analizar la repercusión en el crecimiento

económico de las actividades que efectúan las Instituciones Financieras Internacionales en los mercados de capital, especialmente en periodos de crisis.

Tras efectuar la revisión bibliográfica pertinente para cada uno de los temas tratados, establecemos la metodología que nos permita estudiar los diferentes objetivos fijados¹. Ante la ausencia de una clasificación homogénea de las Instituciones Financieras Internacionales, la metodología seguida comienza por realizar un inventario exhaustivo y establecer los criterios de inclusión que permiten proponer una clasificación de las Instituciones Financieras Internacionales con participación en los mercados de capital. Dicha clasificación nos permite establecer comparaciones a partir de las cuales podemos estudiar los efectos de los cambios de la coyuntura económica en las instituciones analizadas y en las zonas económicas en las que operan. Las Instituciones Financieras Internacionales pertenecen al sector compuesto por emisores sub-soberanos, supranacionales y agencias por lo que, a fines comparativos y para obtener una visión completa del sector, proponemos igualmente una clasificación de las agencias nacionales. El análisis de los Mecanismo de Ayuda Europea se efectúa a partir de los datos obtenidos de la Comisión Europea y otras fuentes oficiales.

La metodología seguida para posicionar a la Eurozona dentro del proceso de acumulación de capital de las instituciones oficiales comienza por la cuantificación de los activos gestionados por Bancos Centrales y Fondos Soberanos a escala mundial a partir de datos provenientes principalmente del Fondo Monetario Internacional, el Eurosistema y las diferentes instituciones analizadas. Se propone el concepto de Capital Acumulado Total así como una serie de ratios que pueden ser utilizados como indicadores de la actitud hacia el riesgo por parte de las instituciones oficiales. Se calcula el Capital Acumulado Total de la Eurozona y se

¹ Señalamos cinco consideraciones metodológicas necesarias para la correcta interpretación de los datos expuestos: 1. la presente Tesis tratará las actividades de las instituciones financieras internacionales en los mercados internacionales de capital y por tanto se utilizarán las unidades de medida de uso en los mercados financieros, es decir, las anglosajonas. Por lo tanto, la unidad de medida de un billón, utilizando la acepción anglosajona, corresponde a mil millones. Por su parte, el trillón, utilizando la acepción anglosajona, corresponde a mil billones, 2. se hace referencia a las instituciones utilizando su nombre y acrónimo oficiales, por lo tanto aparecerán en el idioma de origen siempre que no exista una traducción oficial al español. En el caso de las instituciones con traducción oficial de su nombre y acrónimo al español, se utilizará la traducción española, 3. las calificaciones crediticias de Moody's, S&P's y Fitch utilizadas a lo largo de esta Tesis serán las publicadas por las agencias de calificación a 30 de Junio del 2012, 4. en las tablas 1 y 2, al final del nombre de cada institución aparece, de existir, el identificador Bloomberg de la misma y no su acrónimo y 5. a la hora de obtener los volúmenes de actividad del capítulo tres, la contra-valorización de dólares en euros se realiza al tipo de cambio medio de cada año ya que la actividad de financiación ha sido realizada a lo largo de cada ejercicio económico.

compara con el mundial con el fin de posicionarla dentro del proceso de acumulación de capital.

La actividad emisora de las Instituciones Financieras Internacionales en los mercados de deuda y la evolución tanto de las curvas de tipos de interés como la del rendimiento de los bonos se analiza a partir de fuentes estadísticas oficiales y series de datos provenientes de los mercados de capital a través de Bloomberg, Reuters y Dealogic. Para las variables macroeconómicas las principales fuentes utilizadas son Eurostat, el Fondo Monetario Internacional y el Instituto Nacional de Estadística.

La falta de comparabilidad de los costes de financiación nos conduce a realizar una propuesta metodológica para la estimación del coste de financiación comparable. Elegimos el Euríbor 3 meses como variable de coste de financiación comparable y creamos la Base de Datos Coste de Financiación que incluye 2.320 referencias. A partir de esta base de datos obtenemos los costes de financiación comparables de las emisiones realizadas en el mercado primario. Los costes de financiación comparables de las emisiones negociadas en el mercado secundario se obtienen a partir de las series de datos de rendimiento de los bonos. Se analiza la evolución del coste de financiación y se compara con otras variables, especialmente el Producto Interior Bruto de la Eurozona.

Con el objetivo de estudiar los cambios en el coste de financiación comparable en los diferentes momentos de la crisis financiera, proponemos la segmentación del periodo estudiado en una fase previa a la crisis y tres fases de crisis. La primera fase de la crisis se establece de agosto del 2007 a agosto del 2008, la segunda fase de la crisis de septiembre del 2008 a febrero del 2009 y la tercera fase de la crisis de marzo del 2009 a diciembre del 2014.

A lo largo de la Tesis incluimos 122 gráficos para exponer, principalmente, volúmenes y tendencias.

2. Antecedentes e interés del tema tratado

El impacto en el crecimiento económico de las ayudas proveniente del extranjero es estudiado por diversos autores con el objetivo de analizar las políticas económicas bajo las que dichas

ayudas son establecidas, así como su repercusión en el crecimiento de las áreas económicas a las que son destinadas. Gustav (1973), considera que el impacto de la ayuda extranjera en el crecimiento económico es significativo respecto al de otras variables. Boone (1995) analiza la eficacia de la ayuda extranjera respecto al sistema político que la recibe, mientras que Burnside y Dollar (1996) estudian el impacto de las ayudas en función de las políticas monetarias y fiscales de los países a los que son destinadas. Por su parte, Easterly (1999), analiza los modelos utilizados por estas instituciones a la hora de fijar los objetivos de crecimiento a partir de los cuales establecer su actividad de préstamo, concluyendo que la relación entre crecimiento e inversión, asumiendo que todos los fondos prestados son invertidos, no es lineal. Este mismo autor, ante la falta de consenso de las diferentes investigaciones realizadas, revisa el debate sobre la relación entre ayuda extranjera y crecimiento económico (Easterly, 2003).

Por su parte, las Instituciones Financieras Internacionales analizan el impacto de sus operaciones de préstamo en el crecimiento económico de las áreas económicas en las operan. Un buen ejemplo, que además pone de manifiesto la colaboración entre diferentes instituciones, es el informe sobre el plan de acción conjunto para el crecimiento en Europa Central y del Sureste llevado a cabo por el Banco Mundial, el Banco Europeo de Inversiones y el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (EIB, 2015). El Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (EBRD, 2009), el Banco Europeo de Inversiones (EIB, 2005), la Corporación Financiera Internacional (IFC, 2009), el Banco de Desarrollo Africano (AfDB, 2009), y el Banco Inter-Americano de Desarrollo (IADB, 2008) proponen diferentes metodologías para evaluar el impacto de sus actividades en el crecimiento.

El papel conjunto de las Instituciones Financieras Internacionales ante los cambios de la economía global es discutido por Stiglitz (1998) al desencadenarse la crisis asiática, abordando la financiación de proyectos y el apoyo de reformas estructurales que mejoren el desarrollo a largo plazo y disminuyan la pobreza. Tras la última crisis financiera global, el papel de estas instituciones en el desarrollo económico internacional ha sido creciente (Dalberg, 2010) por lo que Velde (2011) analiza cual debe ser su respuesta a los desafíos globales después de haber concluido que son capaces de hacer crecer la inversión y de mejorar la eficiencia energética. Dentro de este contexto, como señala Massa (2011), la literatura existente sobre el impacto macroeconómico de las instituciones financieras de desarrollo es limitada y los estudios existentes de carácter micro. Por ello, realiza una

propuesta metodológica a partir de la cual concluye que el impacto en el crecimiento económico de los proyectos financiados a través de estas instituciones es positivo.

Hemos observado que el análisis de la aportación al crecimiento económico por parte de las Instituciones Financieras Internacionales se lleva a cabo desde la perspectiva de la financiación de proyectos. Sin embargo, la carencia de investigaciones académicas relacionadas con su participación en los mercados financieros internacionales, nos lleva a profundizar en dicho aspecto. En este sentido, los mercados de deuda son de especial importancia ya que las Instituciones Financieras internacionales obtienen a través de ellos los recursos financieros necesarios para efectuar la financiación de los proyectos de desarrollo económico que constituyen su razón de ser.

La situación de los mercados internacionales de capital ha sufrido cambios drásticos desde el comienzo de la crisis de liquidez, resultando en una transformación de los mercados financieros que sigue siendo de actualidad ante la evolución de las políticas económicas, monetarias y fiscales de las principales áreas económicas. Estas políticas persiguen tanto restablecer y mantener la estabilidad del sistema financiero como apoyar el crecimiento económico, siendo acompañadas por cambios regulatorios de envergadura. Así, ante una coyuntura económica en la que las Instituciones Financieras Internacionales han de maximizar su contribución al crecimiento económico, nos parece importante analizar si han adaptado sus estrategias de financiación a las nuevas condiciones, si han cooperado en la estabilización de los mercados financieros y si han contribuido en el apoyo del crecimiento económico.

Con la intención de delimitar nuestra investigación y centrarla en los aspectos relacionados al ámbito europeo, orientaremos principalmente nuestro análisis hacia las Instituciones Financieras Internacionales europeas para así poder posicionarlas respecto a los demás integrantes de los mercados financieros. Centramos nuestro estudio en las Instituciones Financieras Internacionales europeas ya que han debido enfrentarse no solo a la crisis financiera global sino también a la crisis de deuda soberana europea.

Durante la última crisis, no solo las Instituciones Financieras Internacionales existentes han participado en los mercados como emisores de deuda sino que otras entidades emisoras han sido creadas dentro del sector al que pertenecen, es decir, el sector de emisores sub-soberanos, supranacionales y agencias. Así, ante la crisis de deuda europea fueron creados diferentes

mecanismos de ayuda financiera de ámbito europeo y distintas agencias nacionales, por lo que consideramos necesario proponer una clasificación de los componentes del sector. Nos parece igualmente oportuno valorar si los mecanismos de ayuda financiera han sido dotados de los medios cuantitativos necesarios para lograr sus objetivos y si dichos objetivos han sido alcanzados hasta la fecha.

Desde el punto de vista de acceso al mercado, en cuanto a demanda y coste, es importante determinar si las Instituciones Financieras Internacionales han podido obtener la financiación necesaria en términos de volumen a un coste de financiación que les permita cumplir sus objetivos, es decir, eficiente en términos de coste. El análisis de la base de inversores del sector, junto al de sus condiciones de financiación, permitirá una mayor comparabilidad de la actividad emisora. Para ello, nos parece pertinente analizar los volúmenes de deuda gestionados por los mercados en los que participan las Instituciones Financieras Internacionales, los volúmenes de emisión del sector al que pertenecen, el volumen de emisión de los países de la Eurozona y el volumen de activos gestionados por las entidades integrantes de su base de inversores.

Además de establecer claramente el contexto dentro del que las Instituciones Financieras Internacionales llevan a cabo sus actividades de mercado, consideramos oportuno poder analizar el acceso de cada una de ellas a los mercados de capital. Por lo tanto, en lo que respecta al coste de financiación de las Instituciones Financieras Internacionales y a la ejecución de sus transacciones en diferentes mercados, nos parece interesante establecer una metodología que convierta los costes de financiación de origen en costes de financiación comparables. Dicha metodología permitirá comparar las condiciones bajo las que se financia un mismo emisor o distintos emisores en diferentes mercados, momentos de tiempo y vencimientos.

Por otra parte, hemos observado un aspecto importante a lo largo de nuestra investigación, el crecimiento del volumen de reservas mantenidas por parte de los Bancos Centrales y el aumento de los activos gestionados por los Fondos Soberanos. Dicha observación nos lleva a considerar dichos activos financieros como constituyentes de un nuevo proceso de acumulación de capital susceptible de ser analizado en detalle.

En lo concerniente al periodo de estudio elegido², 2005-2014, este ha sido establecido de manera que podamos analizar los costes de financiación de las Instituciones Financieras Internacionales empezando en un contexto de estabilidad financiera para seguidamente pasar a uno de crisis. Durante el periodo de estabilidad financiera que precedió a la crisis, los mercados internacionales de deuda gozaron de un entorno estable. En Europa, los bonos soberanos atravesaron un periodo de muy alta convergencia de sus rendimientos. La deuda emitida por los diferentes países, no únicamente de la Eurozona sino de la Unión Europea, fue considerada con un alto grado de homogeneidad en cuanto al riesgo de crédito. En este contexto, la liquidez era alta y la aversión al riesgo baja, por lo que la financiación de proyectos de los diferentes agentes económicos a través de la banca privada era accesible. Ante dichas circunstancias, surgió el debate sobre la razón de ser de las Instituciones Financieras Internacionales y los objetivos que estas debían perseguir.

Sin embargo, tras el periodo de volatilidad y aversión al riesgo vivido a partir del año 2007, se constató como las instituciones financieras privadas tienen capacidad de financiar proyectos bajo condiciones similares a las Instituciones Financieras Internacionales únicamente en periodos de estabilidad financiera. Del mismo modo, países que en momentos de estabilidad pueden tener acceso a los mercados con primas de riesgo moderadas, pueden experimentar un rápido deterioro de sus condiciones de financiación en situación de crisis y por tanto ver renovado su interés por fondos provenientes de las Instituciones Financieras Internacionales.

El periodo establecido permite estudiar la problemática central de la presente Tesis, consistente en determinar si las Instituciones Financieras Internacionales son capaces de contribuir al crecimiento económico a través de su actividad en los mercados de capital en diferentes coyunturas económicas. El análisis de la actividad de financiación de dichas instituciones en los mercados de deuda y su comparación con la evolución de otras variables, económicas y financieras, nos permitirá estimar el nivel hasta el cual pueden crecer sus costes de financiación y primas de riesgo sin perder su capacidad de contribuir al crecimiento económico de las áreas en las que operan, especialmente al pasar a un periodo de alto estrés financiero y fuerte volatilidad.

² El inicio del periodo coincide con el inicio de la Base de Datos Coste de Financiación y constituye el periodo de análisis del coste de financiación de las IFIS, variable central de la presente Tesis. Para el análisis de otras variables se han utilizado datos anteriores al 2005 cuando estos eran disponibles y pertinentes para nuestro análisis.

Es igualmente importante resaltar como la contribución al crecimiento por parte de las Instituciones Financieras Internacionales está condicionada por la existencia de una gestión del riesgo financiero adaptada a sus objetivos. Para ello será necesaria una gestión adecuada de las actividades de tesorería, incluyendo la gestión de liquidez, las inversiones a corto y largo plazo, la utilización de productos derivados como medio de cobertura de riesgo de tipo de interés y de cambio y otras actividades realizadas a través de los mercados de capital. En principio, estas instituciones limitan el riesgo financiero de sus actividades de mercado con el fin de evitar posibles pérdidas y procurar mantener un nivel de beneficios estable. El único riesgo intrínseco a su actividad es el de mantener cierta exposición de riesgo de crédito en sus carteras de préstamos, es decir en la financiación de proyectos. Si la gestión del riesgo financiero es adecuada, acompañada de una demanda regular de financiación por parte de sus prestatarios, la eficiencia de las Instituciones Financieras Internacionales dependerá principalmente de su capacidad de financiarse bajo condiciones competitivas a través de los mercados de capital.

3. Estructura de la Tesis

La Tesis propuesta se divide en cinco capítulos en los que se aborda la problemática principal, la contribución de las Instituciones Financieras Internacionales al crecimiento económico a través de sus actividades en los mercados de capital, mediante el análisis de una serie de problemáticas intermedias divididas en diferentes fases.

En el primer capítulo, Instituciones Financieras Internacionales, analizamos las mismas otorgando especial atención a las Instituciones Financieras Internacionales europeas, teniendo en cuenta sus orígenes, objetivos y procedencia de los recursos financieros con los que operan. Las diferencias entre los componentes de este segmento del sector bancario internacional son frecuentemente poco conocidas, por lo que establecemos las comparaciones necesarias para su identificación y efectuamos una propuesta de clasificación. Definimos el sector de mercado al que pertenecen, el de Sub-soberanos-Supranacionales-Agencias y proponemos una segunda clasificación, la de las agencias de desarrollo. Dentro de las Instituciones Financieras Internacionales europeas, los bancos supranacionales son los de mayor presencia en los mercados internacionales de capital y por ello se analizan de manera individual. Por otra parte, dado su impacto en la gestión de la crisis de deuda soberana

europea, junto con su participación en los mercados de deuda, cuantificamos la capacidad de financiación de los Mecanismos de Ayuda Financiera europeos.

En el segundo capítulo, Ámbitos Operacionales y Gestión de Riesgos en las Instituciones Financieras Internacionales, diferenciamos los dos grandes ámbitos operacionales de estas instituciones, la financiación de proyectos de desarrollo y las operaciones financieras en los mercados de capital. Dedicamos especial atención al segundo ámbito de actuación por constituir el objetivo de esta Tesis. La presencia de las Instituciones Financieras Internacionales en los mercados de capital se materializa principalmente mediante su actividad de financiación pero son también importantes las actividades de tesorería, inversión y cobertura de riesgos de mercado. Dichas actividades impactan en el crecimiento económico a escala nacional, regional o global. Se aborda el concepto de riesgo y su gestión en las Instituciones Financieras Internacionales, así como su adaptación a los cambios en materia de regulación, para concluir el capítulo evaluando la calidad crediticia del sector al que pertenecen.

En el tercer capítulo, Las Instituciones Financieras Internacionales en los Mercados de Deuda (I) - Volumen del Mercado, se analiza la actividad de financiación de dichas instituciones a través de los mercados de deuda. El análisis de los volúmenes gestionados, de carácter gráfico, proporciona la visión cuantitativa del sector en el que operan las Instituciones Financieras Internacionales europeas. Se distingue entre emisores públicos y emisores privados, clasificándolos en cinco categorías de emisores que nos permiten comparar en términos de volumen la actividad emisora de cada uno de ellos respecto a los demás. Se analizan los volúmenes emitidos por los países de la Eurozona y de la Unión Europea. Se presenta un análisis de las principales variables macroeconómicas: producto interior bruto, inflación y desempleo.

En el cuarto capítulo, Las Instituciones Financieras Internacionales en los Mercados de Deuda (II) - Mercados de Deuda y Base de Inversores, se analizan los mercados a través de los cuales las Instituciones Financieras Internacionales implementan sus estrategias de financiación. Se establece la composición de su base de inversores, dividiéndola en dos grandes grupos, el de las instituciones oficiales y el de las instituciones financieras privadas. Dentro del primero distinguimos dos categorías, Bancos Centrales y Fondos Soberanos. En el segundo diferenciamos cuatro categorías: gestores de activos, fondos de pensiones, compañías

aseguradoras e instituciones bancarias. Se identifica el proceso de acumulación de capital llevado a cabo por las instituciones oficiales y se calcula el volumen de activos que gestionan. A partir de la clasificación de las reservas de divisa de los Bancos Centrales y del volumen de activos gestionados por los Fondos Soberanos se propone el concepto de Capital Acumulado Total. Se proponen además una serie de ratios que derivan del Capital Acumulado Total, los cuales pueden ser utilizados respecto a los totales mundiales o de forma independiente para cada país, como indicadores de estrés financiero. Se establece el Capital Acumulado Total de la Eurozona y se compara con el mundial.

En el quinto capítulo, Evolución del Coste de Financiación de las Instituciones Financieras Internacionales, se propone una metodología para el cálculo del coste de financiación estimado de las transacciones efectuadas por los emisores de deuda en el mercado primario. Presentamos la Base de Datos Coste de Financiación, que incluye transacciones efectuadas en el mercado primario y permite realizar la estimación del coste de financiación de las transacciones de deuda que la constituyen. Se analiza posteriormente la evolución de las cotizaciones de las transacciones realizadas en el mercado secundario, diferenciando entre estimaciones de emisiones realizadas y emisiones realizables. La obtención de un coste de financiación comparable permite analizar y comparar la actividad de financiación de las Instituciones Financieras Internacionales. La actividad emisora, así como los costes de financiación estimados, son contextualizados respecto a las fases de la crisis que han sido propuestas, estudiando los cambios de los principales indicadores económicos, de la política monetaria y de las curvas de tipo de interés. Se establece la relación entre la evolución del coste de financiación estimado de las Instituciones Financieras Internacionales europeas y del producto interior bruto de la Eurozona.

4. Contexto del ámbito de estudio

Después de las crisis asiática de 1997 y rusa de 1998, los Bancos Centrales de países emergentes comenzaron a hacer acopio de divisas en volúmenes mucho más elevados de los hasta entonces habituales. Dichas reservas habrían de servir para poder hacer frente a sus obligaciones de pagos internacionales en caso de nuevas crisis financieras o para ser utilizadas con el fin de evitar una posible devaluación de la moneda doméstica.

Con el alto crecimiento económico mundial de los años posteriores y el aumento de precio tanto del petróleo como de otras materias primas, las reservas de numerosos países fueron creciendo exponencialmente. En enero del 2005 las reservas globales mantenidas por los Bancos Centrales eran de \$3,5 trillones, mientras que a 30 de abril del 2014, se acercan a los \$10 trillones. Este aumento de las reservas evidencia el proceso de acumulación de capital que tiene lugar a partir de finales de los años noventa. La gestión de estas reservas, normalmente conservadora, requiere de activos de alta calidad crediticia en los que invertir. De este modo, gran parte del déficit público de Estados Unidos es financiado a través de su Departamento del Tesoro mediante la emisión y venta de bonos y obligaciones de alto nivel crediticio a los Bancos Centrales de todo el mundo.

Es en este punto donde confluyen los intereses de las Instituciones Financieras Internacionales y de los Bancos Centrales, las primeras como entidades emisoras de deuda y los segundos como inversores. Emisores supranacionales de alta calidad crediticia, como el Banco Mundial o el Banco Europeo de Inversiones, encuentran una de sus principales fuentes de financiación en la venta de bonos y obligaciones a los Bancos Centrales de países emergentes gestores de importantes reservas. Al llevar a cabo dichas transacciones, se realiza una transferencia de recursos financieros hacia proyectos de desarrollo económico que contribuyen al proceso de globalización del sistema financiero.

Dentro de este fenómeno de acumulación de capital por parte de los gobiernos de países con fuertes ingresos provenientes del petróleo (Rusia, Noruega, Medio Oriente), la exportación de materias primas (Brasil, Perú) o la exportación de bienes de consumo (China, Japón, Corea del Sur), son de gran importancia los Fondos Soberanos. Estos fondos son constituidos a partir de las tradicionales reservas con el objetivo de invertir en activos de mayor rentabilidad que los bonos y obligaciones.

Los Fondos Soberanos, de propiedad estatal, implementan una gestión más orientada a la toma de riesgo y a la participación directa en el capital de grandes empresas. Estos fondos de inversión tendrán capacidad de influir en el mapa económico global ya que además de constituir un recurso financiero pueden ser una herramienta de estrategia geopolítica para los países a los que pertenecen. China, Singapur, Rusia, Noruega, Emiratos Árabes Unidos y Arabia Saudita gestionan hoy en día los mayores Fondos Soberanos, creados todos ellos a

partir de la inmensa acumulación de reservas efectuada por sus gobiernos durante la fase previa a la crisis, de crecimiento económico y estabilidad de los mercados financieros.

El posicionamiento de las Instituciones Financieras Internacionales en los mercados de deuda, en especial la evolución de sus primas de riesgo y de los costes de financiación de sus emisiones de deuda, son determinantes para mantener su competitividad a la hora de financiar proyectos de desarrollo económico. Sus primas de riesgo, integradas en el rendimiento de los bonos emitidos, estarán directamente relacionadas con la sensibilidad al riesgo por parte de los inversores. Hasta el verano del 2007, momento en el que comenzó la crisis de liquidez y con ella la volatilidad de los mercados financieros, la acumulación de activos financieros de los grandes inversores institucionales crecía y el acceso a los fondos necesarios por parte de las instituciones emisoras de deuda estaba garantizado a un coste moderado. El contexto general de los mercados financieros era de alta liquidez y de baja volatilidad. La aversión al riesgo era muy baja y por tanto también lo eran las primas de riesgo de las entidades emisoras. Sin embargo, a partir de la crisis financiera, la influencia de la volatilidad de los mercados financieros en las primas de riesgo condicionará los costes y estrategias de financiación de todo emisor de bonos.

A partir de Agosto del 2007 la situación de estabilidad, con bajas primas de riesgo en la deuda emitida, comienza a cambiar drásticamente tras la convulsión vivida por los mercados financieros internacionales. La crisis de confianza hacia las instituciones bancarias originada por los productos financieros estructurados trajo consigo una severa crisis de liquidez³ que afectó en un primer momento al sistema financiero internacional y seguidamente a la economía global. En este momento, la falta de valoración del riesgo de crédito implícito en las transacciones se hace patente y los inversores comienzan a exigir mayores primas de riesgo a los emisores de deuda. Tras la subida de las primas de riesgo del sector privado, en especial del sector bancario, la exigencia por parte de los inversores de primas de riesgo más altas en los bonos emitidos, pronto se extiende a bancos supranacionales, agencias gubernamentales y a la deuda soberana.

³ Instituciones financieras privadas, empresas internacionales con presencia global, pequeñas y medianas empresas de todo el mundo, gobiernos y familias sufren a partir de agosto del 2007 las consecuencias de la falta de liquidez en los mercados.

Desde este momento tanto Instituciones Financieras Internacionales como Bancos Centrales transforman sus estrategias de gestión con el fin de adaptarse a los constantes cambios que experimentan los mercados internacionales de capital. El contexto financiero estable y de alta liquidez se transformó rápidamente, dando paso a episodios de alta volatilidad y falta de liquidez dada la disfunción del mercado interbancario por lo que los diferentes gobiernos establecen el objetivo de devolver y mantener la liquidez necesaria para que el sistema financiero contribuya al crecimiento económico. La nueva coyuntura repercute directamente en los costes de financiación de las Instituciones Financieras Internacionales, la percepción que tienen de ellas los inversores y la valoración de sus primas de riesgo.

Durante la crisis de liquidez numerosas instituciones financieras tuvieron que fortalecer su estructura de capital. Los Fondos Soberanos efectuaron inversiones que aportaban capital de rescate a grupos financieros occidentales de primer orden (Morgan Stanley, Merrill Lynch o Citigroup) pasando así a formar parte de su accionariado. Sin embargo, tras las inversiones realizadas por los Fondos Soberanos a finales del 2007 y principios del 2008, los mercados se vieron inmersos en un proceso de revaluación del precio de todos los activos negociados⁴, lo que trajo como consecuencia una pérdida de valor importante de dichas inversiones.

Tras la persistencia de las tensiones en los mercados y la falta de acceso a la liquidez por parte de las instituciones bancarias, los gobiernos se vieron obligados a intervenir con algo más que inyecciones de liquidez hacia el mercado interbancario. Numerosos gobiernos toman medidas que afectan directamente en la estructura de capital de las principales instituciones financieras de sus países y elaboran planes de salvamento de sus sistemas financieros. La Reserva Federal de Estados Unidos, entre otras de sus acciones durante la crisis, nacionalizó las agencias hipotecarias Freddie Mac y Fannie Mae⁵. La quiebra de Lehman Brothers en septiembre del

⁴ La falta de liquidez puede ser considerada desde una doble perspectiva, en primer lugar los mercados pierden su eficiencia como herramienta de financiación y en segundo lugar, el valor de mercado de los activos puede sufrir importantes deterioros. El primer efecto provoca un parálisis de los mecanismos de financiación de los diferentes agentes que se transmite rápidamente a la economía real. El segundo tiene su origen en el hecho de que la escasez de transacciones implica una gran dificultad en la fijación de precios en un contexto de amplio diferencial entre oferta y demanda. Esta situación provoca una rápida devaluación del valor de las empresas que valoran los activos financieros de sus balances a precios de mercado ya que estos pueden descender muy rápidamente en periodos de iliquidez, volatilidad y falta de confianza.

⁵ La Reserva Federal nacionalizó las agencias hipotecarias Freddie Mac y Fannie Mae ya que ambos emisores de deuda, a pesar de gozar de garantía gubernamental implícita, sufrieron un rápido deterioro de su acceso al mercado como consecuencia de su relación con el mercado inmobiliario. Los precios de los bonos emitidos por dichas agencias americanas comenzaron a perder valor con rapidez, ocasionando el deterioro del valor de los activos de las carteras de inversión de los Bancos Centrales. Aumenta el análisis, por parte de los inversores, del riesgo implícito en los activos con garantía gubernamental.

2008 acentuó la crisis de confianza y el miedo al riesgo sistémico. Desde ese momento la crisis se transforma rápidamente en un fenómeno global y todos los esfuerzos se dirigen a que la crisis de liquidez no se convierta en un colapso financiero generalizado de repercusiones irreparables en la economía real. A partir de finales del 2008 la mayor parte de los agentes de mercado coinciden en sus previsiones y esperan un periodo importante de recesión en las principales economías mundiales. A partir del primer trimestre del 2009, Islandia es el primer país en enfrentarse a un desmembramiento de su sistema financiero con repercusiones inmediatas en todos los sectores de su economía.

Tras las medidas adoptadas por los diferentes gobiernos y una vez restablecido un cierto nivel de liquidez en el sistema bancario internacional, el nuevo foco de atención de los mercados pasa a ser la solvencia de los Estados, muchos de ellos expuestos a un fuerte nivel de endeudamiento y a un importante déficit público. Dentro de este contexto financiero-económico global, con tasas crecientes de desempleo y bajo crecimiento económico, la sostenibilidad de los niveles de deuda pública emitida por los gobiernos constituye una nueva fuente de inquietud. El importante volumen de deuda pública en Alemania, Francia e Italia, así como el rápido crecimiento de la deuda española, hacen que los emisores públicos europeos representen un foco de incertidumbre financiera para los grandes inversores globales. La acentuación de las dificultades financieras de Grecia a partir del primer trimestre del 2010 desembocan en un paquete de rescate aprobado por la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional que no consigue mitigar la desconfianza de los mercados financieros y el creciente miedo al riesgo de contagio. Se evidencia en Europa, además de una crisis financiera y una crisis económica, la existencia de una crisis de carácter fiscal.

Para los Bancos Centrales, la devaluación de sus inversiones como consecuencia de la crisis global, la bajada de sus partidas de ingresos como consecuencia de un descenso tanto del precio del petróleo como de otras materias primas y la necesidad de utilizar las reservas nacionales para defender el deterioro de las monedas domésticas, han motivado la revisión de sus políticas de inversión. La participación de los Fondos Soberanos en el capital de grupos bancarios o industriales de presencia global también se vio reducida dada la volatilidad del valor de las participaciones en dichas entidades.

Ante la nueva situación, los emisores de deuda han de ampliar su base de inversores y modificar sus estrategias de financiación, en cuanto a coste y vencimientos, para poder

adaptarse a la nueva coyuntura de mercado. Con la nueva etapa, de alta sensibilidad en los mercados al riesgo de crédito y de cambios en la regulación financiera que llevan a las instituciones financieras a efectuar sus inversiones en activos de alta calidad crediticia, las Instituciones Financieras Internacionales comienzan a identificar la existencia de una demanda de sus bonos proveniente de nuevas categorías de inversores. Por otra parte, las Instituciones Financieras Internacionales se adaptan al nuevo proceso de fijación de precios de las emisiones efectuadas en los mercados primarios, integrando las nuevas primas de riesgo en sus costes de financiación para garantizar la demanda que permita la obtención de los recursos financieros necesarios. El estudio del coste de financiación de las Instituciones Financieras Internacionales dentro del periodo 2005-2014, permite partir de un periodo de estabilidad financiera y reflejar la fuerte volatilidad de los mercados financieros a partir de agosto del 2007, volatilidad que impacta a su vez en las primas de riesgo exigidas por los inversores.

En el contexto europeo, la rápida convergencia del rendimiento de los bonos emitidos por países miembros de la Unión Europea, experimentada en años anteriores, llega a su fin. Los rendimientos de los bonos soberanos comienzan a divergir, experimentando una alta volatilidad. Las primas de riesgo, bajas hasta el año 2007, alcanzan niveles históricos a partir del inicio de la crisis de liquidez y son posteriormente superados durante la crisis de deuda soberana europea. La mayor integración del riesgo de crédito en la valoración de los activos financieros se extiende de manera global a todos los mercados financieros produciéndose en este periodo un cambio en la relación rentabilidad-riesgo a la hora de valorar las inversiones, desapareciendo progresivamente la convergencia de precios entre activos pertenecientes a categorías crediticias dispares.

Tras las diferentes medidas introducidas ante la crisis, con el objetivo de estabilizar unos mercados de capital que experimentaban episodios de alto estrés financiero, se observa una progresiva reducción de las primas de riesgo. En Europa, la disminución tendencial de las primas de riesgo de la deuda soberana comienza a partir del año 2012, en gran manera sostenida por la política monetaria acomodaticia aplicada por el Banco Central Europeo. A finales del 2014 vuelven a presentarse diferenciales de riesgo mucho más reducidos que en los momentos de máxima tensión financiera pero que no descienden a los niveles de la fase previa a la crisis.

CAPÍTULO 1 – LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES

1. Introducción al concepto de IFI

En el capítulo inicial nos enfrentamos a una primera problemática, la identificación de las Instituciones Financieras Internacionales (IFIS). Para ello, a partir de unos criterios preestablecidos y teniendo en cuenta las clasificaciones realizadas por las tres principales agencias de calificación financiera (S&P's, Moody's y Fitch), el Banco Mundial y la Unión Europea, proponemos una clasificación de IFIS que incluye 29 organismos. Posteriormente se realiza una introducción al concepto de institución financiera internacional, sus orígenes y funciones. Se otorgan especial atención a las IFIS europeas, describiendo brevemente sus características fundamentales.

Seguidamente analizamos el papel de las IFIS dentro del sector de los mercados de capital al que pertenecen, el sector Sub-soberanos-Supranacionales-Agencias (SSA). Se describe el subsector de sub-soberanos sin realizar una propuesta de clasificación debido a lo extensa que resultaría dicha clasificación al pertenecer al sector todas las administraciones públicas mundiales que se sitúan por debajo del gobierno central o nacional del país al que pertenecen. A continuación se analiza el subsector Agencias y después de preestablecer una serie de criterios, realizamos una propuesta de clasificación que incluye 60 instituciones. Dentro del ámbito de las agencias nacionales, se definen los objetivos de las agencias nacionales de apoyo financiero.

Una vez definido el sector SSA analizamos las IFIS europeas con especial atención en los bancos multilaterales de desarrollo para a continuación exponer los orígenes y objetivos de los mecanismos de ayuda financiera de la Eurozona. Se define el papel de la Unión Europea como emisor de deuda y se indican los principales acontecimientos acaecidos durante la crisis de deuda soberana, así como la respuesta a dichos acontecimientos por parte de los actores europeos implicados. Acabamos este primer capítulo estableciendo las principales diferencias entre las IFIS europeas y sus relaciones con las diferentes instituciones políticas.

2. Propuesta de clasificación de las IFIS

Teniendo en cuenta las definiciones establecidas por el Banco Mundial, la Unión Europea y las tres principales agencias de calificación financiera definimos a las Instituciones Financieras Internacionales como aquellas entidades financieras formadas por dos o más gobiernos centrales a través de tratados internacionales con el propósito de promover el desarrollo económico de sus países miembros. El accionariado de dichas organizaciones está compuesto por los países miembros y en ocasiones por otras IFIS.

Las Instituciones Financieras Internacionales son por tanto instituciones supranacionales susceptibles de ser incluidas en diferentes clasificaciones según sea la fuente. A continuación determinaremos las instituciones que son consideradas como IFIS en esta Tesis, debiendo cumplir todas ellas un criterio principal común, su presencia en los mercados internacionales de capital.

El Banco Mundial clasifica las IFIS en dos categorías, Bancos Multilaterales de Desarrollo (BMD) e Instituciones Multilaterales Financieras (IMF). El accionariado de los BMD está formado por un gran número de gobiernos que incluyen países en desarrollo, destinatarios de los préstamos, así como países desarrollados que generalmente no recibirán financiación. Las IMF están constituidas por un número menor de miembros y generalmente enfocan sus actividades a sectores determinados. Generalmente, todos los miembros de las IMF pueden recibir financiación de la institución supranacional a la que pertenecen (WB, 2013a).

La Unión Europea, dentro del contexto del Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria realiza una distinción diferente. De nuevo aparece el grupo de los Bancos Multilaterales de Desarrollo (BMD) pero el segundo grupo es denominado como Organizaciones Internacionales (OI). Este último grupo incluye las Instituciones Financieras Internacionales establecidas con el propósito de movilizar fondos y proveer asistencia financiera para el beneficio de sus miembros cuando estos experimenten o estén amenazados por problemas financieros severos (EU, 2013a).

Por otra parte, aunque muy próximas en cuanto a las instituciones que las integran, las agencias de calificación financiera efectúan sus propias clasificaciones. Así por ejemplo, *Standard & Poor's Rating Services* divide las IFIS en tres grupos: Instituciones Financieras Multilaterales de Desarrollo (IFMD), Instituciones Multilaterales de Préstamo (IMP) y Otras Instituciones Supranacionales (S&P's, 2013).

Las clasificaciones anteriores son diferentes en su composición y en ocasiones excluyen organizaciones supranacionales que tienen un objetivo claramente financiero. Por dichos motivos consideramos pertinente proponer una clasificación de Instituciones Financieras Internacionales que tenga en cuenta una serie de criterios preestablecidos. Cada uno de los seis criterios tenidos en cuenta ha de ser cumplido para formar parte de la clasificación propuesta y son los enumerados a continuación:

1. Estar constituida por dos o más países.
2. Ser de carácter bancario o financiero.
3. Haber sido creada con el objetivo de apoyar el desarrollo económico.
4. Para la consecución de sus objetivos ha de efectuar transacciones financieras en los mercados internacionales de capital⁶.
5. Tener como objetivo la financiación de proyectos a medio y largo plazo.
6. Tener calificación financiera de al menos una de las tres principales agencias de calificación.

⁶ El *Islamic Development Bank* efectúa sus transacciones financieras siguiendo los principios de la banca islámica, bajo los cuales no pueden existir intereses y se aplica el concepto de riesgo compartido en lugar del de riesgo transferido. La institución es líder en el mercado de bonos Sukuk, bonos estructurados con el objetivo de cumplir con la ley islámica y sus principios de inversión. En 2012 las emisiones totales en el mercado de bonos Sukuk fueron de \$144 billones (GIFR, 2013).

La clasificación de IFIS propuesta en esta Tesis incluye un total de 29 instituciones:

Tabla 1. Instituciones Financieras Internacionales, Propuesta de Clasificación.

Instituciones Financieras Internacionales ⁷	Rating Largo Plazo Moody's/S&P/Fitch
African Development Bank (AFDB)	Aaa/AAA/AAA
African Export-Import Bank (AFREXI)	Baa2/BBB-/BBB-
African Trade Insurance Agency	NR/A/NR
Arab Investment and Export Credit Guarantee Corporation	NR/AA/NR
Asian Development Bank (ASIA)	Aaa/AAA/AAA
Black Sea Trade and Development Bank (BSTDB)	A3/A-/NR
Caribbean Development Bank (CARDEV)	Aa1/AA/NR
Central American Bank for Economic Integration (CABEL)	A2/BBB-/NR
Corporación Andina de Fomento (CAF)	Aa3/AA-/AA-
Banco de Desarrollo del Consejo de Europa (COE)	Aaa/AA+/AA+
Credit Guarantee and Investment Facility	NR/AA+/NR
Eurasian Development Bank (EADB)	A3/BBB/BBB
Comunidad Europea de la Energía Atómica, Euratom (EURAT)	Aaa/AAA/AAA
Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (EBRD)	Aaa/AAA/AAA
Banco Central Europeo (ECB) ⁸	Aaa/AAA/AAA
Comunidad Europea del Carbón y del Acero (ECS) ⁹	Aaa/AAA/AAA
European Company For The Financing Of Railroad Rolling Stock, Eurofima (EUROF)	Aaa/AA+/NR
Banco Europeo de Inversiones (EIB)	Aaa/AAA/AAA
Fondo Europeo de Inversiones (EIF)	Aaa/AAA/AAA
Unión Europea (EU)	Aaa/AAA/AAA
Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)	Aa2/AA/NR
Banco de Desarrollo Inter-Americano (IADB)	Aaa/AAA/AAA
Inter-American Investment Corporation (IICORG)	Aa2/AA/AAA
Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (IBRD)	Aaa/AAA/AAA
International Finance Corporation (IFC)	Aaa/AAA/NR
International Finance Facility for Immunisation (IFFIM)	Aaa/AA+/AAA
Islamic Development Bank (ISDB)	Aaa/AAA/AAA
Nordic Investment Bank (NIB)	Aaa/AAA/AAA
North American Development Bank (NADB)	Aaa/NR/AA

Fuente: Banco Mundial, Moody's, S&P's, Fitch.

⁷ Junto a cada institución aparece la referencia de sus bonos en Bloomberg y no su acrónimo.

⁸ El BCE es incluido en la clasificación propuesta dados su carácter supranacional y su objetivo de promover el buen funcionamiento de la infraestructura del mercado financiero.

⁹ Actualmente en liquidación, la Unión Europea, a través de la Comisión Europea, es responsable de la gestión de los activos de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero y del proceso de liquidación de la misma.

El grado de participación de las Instituciones Financieras Internacionales en los mercados de capital varía, así como la composición de su accionariado, sus ámbitos operativos y sus objetivos. Sin embargo, todas ellas comparten un objetivo común: la financiación de proyectos de desarrollo a financiar a medio y largo plazo. Dado este objetivo común, utilizaremos las calificaciones financieras correspondientes a la deuda a largo plazo como indicador de calidad crediticia de las IFIS. Así, a la hora de valorar su calidad crediticia, tendremos en cuenta las calificaciones financieras de las tres agencias de calificación de mayor repercusión en los mercados financieros: Moody's, S&P's y Fitch.

Los orígenes de las IFIS se definen por el contexto histórico en el que fueron creadas y por sus países miembros. Fue después de la segunda guerra mundial cuando fueron creadas las primeras IFIS con el objetivo de mantener un sistema financiero global estable y de facilitar la reconstrucción de Europa. El Fondo Monetario Internacional¹⁰ (FMI) y el Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (BIRD) fueron fundados en 1944 como agencias especializadas de las Naciones Unidas. Fueron seguidos por la Corporación Financiera Internacional en 1956 que pasó a formar parte del Grupo Banco Mundial como lo harían la Asociación Internacional para el Desarrollo en 1960, el Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones en 1966 y el Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones en 1988. El BIRD, también conocido como Banco Mundial (BM), que fue creado con el objetivo de erradicar la pobreza y fomentar el crecimiento, cuenta hoy en día con 184 miembros y ha integrado las cinco agencias citadas anteriormente. Todas ellas mantienen unos objetivos claramente diferenciados y constituyen el Grupo Banco Mundial (World Bank, 2013b).

El objetivo de las instituciones bancarias supranacionales es el desarrollo económico de los países a los que otorgan sus préstamos. Se mantiene un objetivo de financiación a largo plazo a tipos de interés por debajo de los que obtendría el prestatario por sus propios medios en los mercados internacionales de capital y en ocasiones se efectúan subvenciones sobre el interés, sobre el capital o ambas. En el caso de las IFIS no bancarias, el objetivo es el de mitigar una

¹⁰ El Fondo Monetario Internacional no es incluido dentro de nuestra proposición de clasificación de Instituciones Financieras Internacionales debido a que no se financia a través de los mercados internacionales de capital sino a partir de las aportaciones de los Estados miembros.

problemática financiera determinada o el de afrontar conjuntamente una problemática económica común.

Dentro de las IFIS bancarias no europeas, las que participan con mayor frecuencia en los mercados de capital son el *African Development Bank* (AfDB), el *Asian Development Bank* (ADB) y el *Inter-American Development Bank* (IADB). En cuanto a los bancos multilaterales europeos, el primero en establecerse fue el Banco de desarrollo del Consejo de Europa (BDCE) en 1956 seguido del Banco Europeo de Inversiones (BEI) en 1958. En 1976 se creó el *Nordic Investment Bank* (NIB) y en 1991 el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (BERD).

3. Las IFIS dentro del Sector SSA

El sector SSA está compuesto por emisores no gubernamentales que pertenecen al sector público, es decir, sub-soberanos, emisores supranacionales y agencias de desarrollo de carácter nacional. Sus emisiones representan el siguiente nivel después de los emisores soberanos dentro de la curva crediticia.

La presencia en los mercados de capital de las Instituciones Financieras Internacionales, y entre ellas las europeas, no puede ser considerada de manera aislada sino como parte integrante de un sector financiero formado por emisores sub-soberanos, instituciones supranacionales y agencias de desarrollo. Este segmento del mercado global de deuda presenta unas características concretas en cuanto a la calidad crediticia de los emisores y al carácter de aversión al riesgo de los inversores.

El sector SSA es un sector en crecimiento ya que, como veremos más adelante, los volúmenes emitidos por los componentes del sector han sido importantes durante la crisis y se siguen manteniendo. Al mismo tiempo la base de inversores interesados en sus bonos ha mantenido un crecimiento continuo como resultado de un alto grado de aversión al riesgo en los mercados financieros durante un periodo caracterizado por bajos tipos de interés en el que los emisores SSA ofrecían un mayor rendimiento respecto a los emisores soberanos con mejor calidad crediticia. Los cambios regulatorios que han tenido lugar a partir del 2008, han contribuido a fortalecer la demanda de bonos del sector SSA ya que son elegibles para la

constitución de las carteras de liquidez del sector bancario. Además, dado el gran número de emisores incluidos en el sector SSA, los inversores pueden diversificar sus carteras con la posibilidad de incluir bonos que ofrecen, dentro de un mismo sector, diferentes niveles de riesgo y rentabilidad.

Dentro del sector SSA, las Instituciones Financieras Internacionales constituyen el subsector de mayor atractivo para los inversores ya que sus bonos son elegibles como colateral en los Bancos Centrales, reciben apoyo político a nivel nacional y supranacional, los inversores públicos mantienen un fuerte interés en sus transacciones y sus bonos son los más líquidos del sector junto con algunas de las agencias con mayor volumen de emisión.

3.1. Sub-soberanos

Los bonos sub-soberanos son obligaciones de deuda cuyo emisor es una administración pública que se sitúa jerárquicamente por debajo del gobierno central o nacional. Estos emisores pueden ser regiones, provincias, ciudades o municipalidades con la capacidad de financiarse independientemente respecto al gobierno central del país al que pertenecen. Dentro de los organismos sub-soberanos, los de mejor calidad crediticia son los que tienen la capacidad de financiarse a través de los mercados de deuda doméstica y en ciertos casos incluso a través de los mercados internacionales de capital.

Comparativamente con los otros dos grupos de instituciones que componen el sector SSA, los sub-soberanos representan el porcentaje más bajo en cuanto a la emisión de deuda total del sector en los mercados internacionales de capital. En 2012, sobre el total de deuda emitida por las instituciones SSA, un 6% corresponde a sub-soberanos, un 43% a instituciones supranacionales y un 51% a agencias. A efectos comparativos, en el año 2010 esta distribución fue del 11%, 36% y 53% respectivamente, constatándose un crecimiento de la participación sub-soberana a pesar de seguir representando el menor volumen de emisión de los subsectores integrantes del sector SSA (Barclays, 2013).

Dentro de los emisores de deudas sub-soberanos las regiones alemanas¹¹ son de especial importancia. Al ser Alemania la economía europea más fuerte y de mayor tamaño, los bonos emitidos por el gobierno alemán se han consolidado como la referencia de bono sin riesgo dentro del mercado europeo.

Este hecho se ha acentuado desde el comienzo de la crisis de deuda soberana dando lugar a que un mayor número de inversores hayan buscado alternativas al bono del gobierno alemán dentro de los emisores sub-soberanos. De este modo, los volúmenes de emisión de las regiones alemanas han recibido el apoyo de una demanda en crecimiento proveniente en gran medida de inversores nacionales.

Recuadro 1. Las Comunidades Autónomas españolas como emisores sub-soberanos.

Las Comunidades Autónomas (CCAA) españolas constituyen un conjunto de emisores sub-soberanos que han mantenido una participación relevante en los mercados de deuda en el pasado pero cuya capacidad emisora ha sido restringida debido al decreto gubernamental de limitar el coste de financiación de las regiones¹² (BOE, 2012a).

Para satisfacer las necesidades de financiación de las Comunidades Autónomas se estableció en el año 2012 el Fondo de Liquidez Autonómico (FLA), cuya gestión financiera corresponde al Instituto de Crédito Oficial (ICO), a través del cual el Gobierno Español se convierte en la principal fuente de recursos financieros de las Comunidades Autónomas¹³.

Una línea de crédito adicional, el Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores (FFPP), fue prevista por el Gobierno Español con dos tramos diferenciados y es gestionada por el ICO para la financiación de las Comunidades Autónomas.

¹¹ La República Federal Alemana está constituida como una federación de estados regionales (Länders). Existen tres niveles de gobierno: el gobierno federal central, los estados y las municipalidades. Existen 16 estados alemanes de los cuales 13 son estados regionales y 3 son ciudades estado.

¹² En febrero del 2012 el gobierno central estableció un máximo para el coste de financiación de la deuda de las Comunidades Autónomas. Estas no podrán financiarse en los mercados de capital de no ser a un coste menor al coste de financiación del “Tesoro Español + 1%”. El coste de financiación de las CCAA a través del FLA será de “Tesoro Español + 0,30%”.

¹³ El fondo fue dotado por el gobierno de un montante de €18 billones en 2012 y de €23 billones en 2013. La financiación del FLA podrá ser solicitada por las CCAA hasta diciembre del 2013. Las CCAA que reciban fondos del FLA no pueden financiarse en paralelo en los mercados de capital.

Recuadro 1. Continuación.

El primer tramo tiene como objetivo el pago de las facturas pendientes con proveedores cuya deuda fue contraída con anterioridad al 1 de enero del 2012 y el segundo tramo tiene el de permitir saldar a las CCAA sus deudas anteriores a dicha fecha. Así el primer tramo se destina a los vencimientos financieros y el segundo a la deuda con proveedores. En junio del 2013 el FLA había canalizado financiación del gobierno central hacia las CCAA por un total de €27 535 millones mientras que el FFPP lo había hecho por un total de €17 689 millones (Banco de España, 2013).

Las medidas anteriores fueron tomadas con el fin de dotar al gobierno central de un mayor control sobre el endeudamiento de las Comunidades Autónomas¹⁴ y facilitar la implementación del Programa de Estabilidad 2013-2016 del Gobierno Español (Gobierno de España, 2013) que tiene como objetivo cumplir con los criterios de déficit público de la Unión Europea y situar el déficit español por debajo del 3% en el año 2016. El plan implementado sigue las recomendaciones de la Unión Europea y dada las reformas efectuadas y sus resultados, la Comisión Europea confía en su viabilidad (European Commission, 2013a).

Además de las medidas tomadas a nivel europeo respecto a la crisis financiera como son las medidas hacia una Unión Bancaria europea, la declaración de compromiso por parte del Banco Central Europeo¹⁵ de hacer todo lo necesario para solventar la crisis soberana y el apoyo a Grecia, se han llevado a cabo medidas específicas para solventar la crisis financiera española. En este sentido, se acordó una ayuda por parte del Banco Central Europeo, la Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional para reestructurar el sistema bancario español. A 30 de Junio del 2013, de los €100 billones de los que España podía disponer, se han utilizado €41,3 billones con el fin de recapitalizar el sistema bancario y no se espera que la capacidad de endeudamiento restante sea solicitada¹⁶.

¹⁴ La Comunidad Autónoma de Madrid emite en febrero del 2014 la primera transacción de deuda con vencimiento a 10 años efectuada por una CCAA española desde marzo del 2010. Con una talla de €1,6 billones constituye además la mayor transacción sindicada jamás efectuada por una Comunidad Autónoma.

¹⁵ El 26 de julio del 2012 Mario Draghi, Gobernador del Banco Central Europeo, declaró que el banco central haría “*whatever it takes*” dentro de su mandato para preservar el euro. A partir de ese momento el rendimiento de los bonos emitidos por los países de Europa del sur se redujo.

¹⁶ La fecha límite para solicitar los fondos de recapitalización del sistema bancario español es el 31 de diciembre del 2013.

Recuadro 1. Continuación.

Dada la situación descrita y en gran medida gracias a la mejora de las exportaciones españolas, la prima de los bonos emitidos por el Tesoro Público respecto al bono de referencia alemán se han reducido muy significativamente reflejando una menor preocupación por parte de los inversores respecto a una ayuda eventual por parte de los organismos europeos al Estado Español.

En otras palabras, tras la mejora del acceso a la financiación en el mercado primario por parte de España, la posibilidad de que el país no pueda financiarse por sí mismo en los mercados de capital ha disminuido de manera importante. Por ello, a pesar de las dificultades económicas, el deterioro de las calificaciones crediticias de las CCAA y su reciente ausencia de los mercados de deuda, existen factores que podrían llevar a una renovación del interés por parte de los inversores hacia este grupo de emisores del sector SSA. Este interés se fundamenta en la existencia de un mayor grado de seguimiento y control de las posibles desviaciones fiscales regionales, por parte del gobierno central dentro de un nuevo marco legal que permite mayor transparencia.

Además de los emisores sub-soberanos alemanes y españoles, los canadienses y los australianos son igualmente importantes. No realizaremos una propuesta de clasificación del subsector sub-soberano debido a lo extensa que resultaría ya que pertenecen a él todas las administraciones públicas mundiales situadas por debajo del gobierno central o nacional del país al que pertenecen, incluyendo municipalidades, provincias y regiones. En el caso de los emisores sub-soberanos canadienses, estos realizan sus emisiones de deuda a través de agencias de financiación específicas, no siendo la emisión de bonos realizada directamente por cada región. Por este motivo, las agencias canadienses son incluidas en la clasificación propuesta en el siguiente epígrafe.

3.2. Agencias de desarrollo

Las agencias de desarrollo nacionales, que pierden el carácter supranacional al estar constituidas por un único país, desarrollan su operativa con el objetivo de apoyar el desarrollo

económico del país al que pertenecen a través del apoyo a un determinado sector o a las relaciones comerciales exteriores. Las agencias tienen en numerosas ocasiones la garantía explícita de los países a los que pertenecen. Existe un considerable número de agencias de desarrollo nacionales que llevan a cabo sus objetivos obteniendo la liquidez necesaria a través de los mercados de capital. Dada su calidad crediticia, algunas de ellas pueden financiarse bajo condiciones muy similares a las obtenidas por los bancos multilaterales de desarrollo. Sin embargo, no hemos encontrado una clasificación de agencias nacionales de carácter financiero que incluya todas las agencias con mayor repercusión en los mercados de capital. Por ello, proponemos una clasificación de agencias nacionales que permite identificar fácilmente los principales actores de este subgrupo del sector SSA. Para efectuar dicha clasificación preestablecemos tres criterios a cumplir, enumerados a continuación:

1. La agencia estará directamente relacionada con el gobierno de su país, al que pertenece, del que recibe garantía explícita, garantía implícita u otras formas de apoyo para desarrollar su misión.
2. La agencia es emisora de deuda.
3. La agencia podrá ser de carácter financiero o no financiero.

La clasificación de agencias de desarrollo propuesta incluye 60 agencias nacionales, con presencia en los mercados internacionales de capital, pertenecientes a diecisiete países diferentes. Las agencias se presentan en la siguiente tabla clasificadas en función del país al que pertenecen. Se incluye una breve descripción de sus objetivos y las calificaciones financieras establecidas por las agencias de calificación para cada una de las agencias de financiación a 30 Junio del 2013:

Tabla 2. Agencias de Financiación, Propuesta de Clasificación.

País	Agencia ¹⁷	Objetivo	LT Rating Moody's/S&P/Fitch
Alemania	Erste Abwicklungsanstalt (ERSTAA)	Estabilidad del sistema bancario	Aa1/AA-/AAA
	FMS Wertmanagement AöR (FMSWER)	Estabilidad del sistema bancario	Aaa/AAA/AAA
	German Postal Pensión	Gestión de pensiones de funcionarios del	Aaa/AAA/AAA

¹⁷ Al igual que en la Tabla 1, junto a cada institución aparece la referencia de sus bonos en Bloomberg y no su acrónimo.

	Securitisation (GPPS)	servicio postal	
	Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)	financiación de proyectos de inversión, exportación y cooperación	Aaa/AAA/AAA
	Landeskreditbank Baden-Württemberg Förderbank (LBANK)	Implementar la política social y económica del gobierno local del estado de Baden-Württemberg	Aaa/AAA/AAA
	Landwirtschaftliche Rentenbank (RENTEN)	Refinanciación de bancos dedicados a financiar la agricultura e industria alimenticia	Aaa/AAA/AAA
	NRW.Bank (NRWBK)	Implementar la política social y económica del gobierno local del estado de North Rhine Westphalia	Aaa/AAA/AAA
	Wirtschafts – Und Infrastrukturbank Hessen (WIBANK)	Banco de desarrollo del estado de Hessen	NR/AA/NR
Australia	New South Wales Treasury Corporation (NSWTC)	Financiación del gobierno regional	Aaa/AAA/NR
	Queensland Treasury Corporation (QTC)	Financiación del gobierno regional	Aa1/AA+/AA
	South Australian Government Financing Authority (SAFA)	Financiación del gobierno regional	Aa1/AA/NR
	Treasury Corporation of Victoria (TCV)	Financiación del gobierno regional	Aaa/AAA/NR
	Western Australian Treasury Corporation (WATC)	Financiación del gobierno regional	Aaa/AAA/NR
Austria	Autobahnen-Und Schnellstrassen Finanzierungs AG, Asfinag (ASFING)	Financiación de autopistas	Aaa/AA+/NR
	OeBB (OBND)	Propiedad y gestión de la red ferroviaria	Aaa/AA+/NR
	Oesterreichische Kontroll Bank (OKB)	Apoyo a la exportación	Aaa/AA+/NR
Canadá	Export Development Canada (EDC)	Apoyo a la exportación	Aaa/AAA/NR
	Hydro-Quebec (QHEL)	Provisión de electricidad	Aa2/A+/AA-
Corea	Export-Import Bank of Korea (EIBKOR)	Apoyo a la exportación	Aa3/A+/AA-
	Industrial Bank of Korea (INDKOR)	Financiación de PYMES	Aa3/A/AA-
	Korea Development Bank (KDB)	Políticas de desarrollo del gobierno	Aa3/A/AA-

Dinamarca	Kommunekredit (KOMMUN)	Financiación de municipalidades	Aaa/AAA/NR
España	Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE)	Financiación del déficit de tarifa eléctrica de las compañías eléctricas	Baa3/BBB-/BBB-
	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB)	Apoyo a la reestructuración del sistema bancario español y mejora de las reservas de capital de las instituciones de crédito	Baa3/BBB-/BBB-
	Instituto de Crédito Oficial (ICO)	Promover el desarrollo económico y social mediante la aportación de fondos a sectores concretos	Baa3/BBB-/BBB
Estados Unidos	Federal Farm Credit Banks (FFCB)	Apoyo a la agricultura y áreas rurales	Aaa/AA+/AAA
	Federal Home Loan Banks (FHLB)	Apoyo al mercado hipotecario	Aaa/AA+/AAA
	Federal Home Loan Mortgage Corp, Freddy Mac (FHLMC)	Apoyo al mercado hipotecario	Aaa/AA+/AAA
	Federal National Mortgage Association, Fannie Mae (FNMA)	Apoyo al mercado hipotecario	Aaa/AA+/AAA
	Tennessee Valley Authority (TVA)	Desarrollo regional	Aaa/AA+/AAA
Finlandia	Finnvera PLC (FINNVE)	Apoyo a la exportación	Aaa/NR/NR
	Municipality Finance (KUNTA)	Financiación de municipalidades	Aaa/AAA/NR
Francia	Agence Française de Développement (AGFRNC)	Ayuda a países en vía de desarrollo	Aa1/AA+/AAA
	Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale (CADES)	Financiar la deuda acumulada de la seguridad social entre 1994 y 2006	Aa1/NR/AAA
	Caisse des dépôts (CDCEPS)	Manejo de fondos públicos	Aa1/AA+/AAA
	Caisse Nationale des Autoroutes (CNA)	Financiación de autopistas	Aa1/AA+/AAA
	La Poste (FRPTT)	Financiación del servicio postal	NR/A/AA
	RATP – Regie Autonome des Transports Parisiens (RATPPF)	Desarrollar, operar y mantener el transporte público parisino	Aa1/NR/AAA
	Reseau Ferre de France (RESFER)	Mantenimiento y desarrollo de la infraestructura ferroviaria	Aa1/AA+/AAA
	Société de Financement de l'Economie Français (SFEFR)	Apoyo al sistema bancario francés	Aa1/AA+/AAA
	Société Nationale de Chemin	Operador de los servicios ferroviarios	Aa1/AA+/AAA

	de Fer Français (SNCF)	franceses	
	UNEDIC	Proveer ayudas a personas desempleadas	Aa1/AA+/AAA
Italia	Cassa Depositi e Prestiti SpA (CDEP)	Operador de los fondos de la caja postal	Baa2/BBB/BBB+
	Infraestructure SPA (ISPA)	Financiación de infraestructuras	Baa2/BBB+/BBB+
Japón	Development Bank of Japan Inc (DBJJP)	Financiación a largo plazo de las políticas del gobierno	Aa3/AA-/NR
	Japan Bank for International Cooperation (JBIC)	Promoción de las políticas económicas externas	AA3/AA-/NR
	Japan Finance Organisation for Municipalities (JFM)	Financiación de gobiernos locales	Aa3/AA-/NR
Noruega	Eksportfinans (EXPT) ¹⁸	Apoyo a la exportación	Ba3/BB+/NR
	Kommunalbanken AS (KBN)	Financiación de gobiernos locales	Aaa/AAA/NR
Países Bajos	Bank Nederlandse Gemeenten NV (BNG)	Financiación de municipalidades	Aaa/AAA/AAA
	Nederlandse Waterschapsbank (NEDWBK)	Financiación de infraestructuras para la prevención de inundaciones	Aaa/AAA/NR
	Netherlands Development Finance Company (NEDFIN) ¹⁹	Financiación de empresas privadas, proyectos e instituciones financieras en países emergentes	NR/AAA/NR
Portugal	Rede Ferroviaria Nacional (REFER)	Desarrollar, operar y mantener la infraestructura ferroviaria	Ba3/BB/NR
Reino Unido	Bank of England (BOEN)	Financiación de las reservas en moneda extranjera	Aa1/AAA/AA+
	LCR Finance (LCRFIN)	Infraestructura y gestión ferroviaria relacionada con Eurostar	Aa1/AAA/AA+
	Network Rail (UKRAIL)	Financiación del mantenimiento del tendido ferroviario	Aa1/AAA/A+
	Transport for London (TRANLN)	Responsable de la red de transporte	Aa2/AA+/AA
Suecia	Kommuninvest (KOMINS)	Financiación de gobiernos locales	Aaa/AAA/NR
	Stockholms Lans Landsting (STOCKL)	Financian de salud pública y transporte en Estocolmo	NR/AA+/NR
	Swedish Export Credit (SEK)	Apoyo a la exportación	Aa1/AA+/NR

Fuente: Moody's, S&P's, Fitch

¹⁸ El 18 de Noviembre del 2012 el gobierno noruego anuncio su intención de crear un esquema de ayuda a la exportación gubernamental y el cese de Eksportfinans como agencia canalizadora de dichas ayudas. El 22 de Noviembre del 2011 los principales propietarios de Eksportfinance, instituciones bancarias noruegas y extranjeras, anunciaron a su vez la liquidación ordenada de la institución con el objetivo de preservar los intereses de las partes interesadas (Eksportfinans, 2012).

¹⁹ También conocida como FMO (Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden N.V.)

Las agencias incluidas en nuestra propuesta de clasificación pueden dividirse en ocho grandes grupos, los seis primeros financieros y los dos últimos no financieros:

1. Bancos de desarrollo pertenecientes al sector público (KfW, Rentenbank, LBank, NRW. Bank, BNG, Nedwbk, ICO).
2. Entidades dedicadas a la refinanciación del gobierno o algún sector determinado de la deuda del gobierno (CADES, GPPS).
3. Agencias para la financiación de la exportación (SEK, OKB).
4. Agencias de préstamo a los gobiernos locales (Kommunalbanken, Kommuninvest, Municipal Finance).
5. Agencias de apoyo al sector financiero (SFEEF, FROB).
6. Agencias dedicadas a la financiación de infraestructuras (ASFING, CNA).
7. Servicios ferroviarios (RFF, SNCF, UKRAIL).
8. Otros servicios (La Poste).

Recuadro 2. El Banco de Inglaterra como agencia emisora.

El Banco de Inglaterra se incluye en nuestra clasificación a pesar de ser un banco central por presentar en algunos aspectos características próximas a las de las agencias nacionales, principalmente en el hecho de que la deuda emitida por esta institución no está explícitamente garantizada por el gobierno y se negocia en los mercados secundarios independientemente de la deuda gubernamental. No obstante, los bonos que emite el Banco de Inglaterra son considerados al nivel de los soberanos en lo que se refiere al cálculo de riesgo en la adecuación del capital de las instituciones financieras.

Así, bajo el marco reglamentario de Basilea y en la correspondiente directiva de la Unión Europea sobre ratio de solvencia los bonos del Banco de Inglaterra, al igual que los de los demás Bancos Centrales, son considerados como de “riesgo cero”. El Banco de Inglaterra emite bonos con el fin de financiar sus propias reservas en moneda extranjera, las cuales tienen como propósito apoyar los objetivos de política económica del país (Bank of England, 2013).

3.2.1. Agencias nacionales de apoyo al sector financiero

Las agencias de apoyo al sector financiero se asemejan según sea su objetivo al concepto de *special purpose vehicle* o al de fondo. Desde el comienzo de la crisis han surgido en Europa nuevas agencias emisoras con el objetivo de proporcionar apoyo financiero a los sistemas bancarios de diferentes países. La falta de acceso a los mercados de deuda por parte de ciertas instituciones bancarias provocó grandes problemas de liquidez que ocasionaron la desaparición de algunas de ellas. Las agencias nacionales de apoyo al sector financiero han facilitado, en unos casos, la financiación a aquellas instituciones que aun sufriendo problemas de liquidez no se encontraban en una situación irreversible y, en otros, han sido establecidas como vehículo a través del cual efectuar el proceso de liquidación de instituciones financieras inviables. Estas agencias, que no tienen un balance ni un objetivo duradero, actúan como intermediarios entre los mercados de capital y la institución o sector al que son destinados los fondos.

Así, la *Société de Financement de l'Economie Française* (SFEFR) se estableció como una agencia especial de financiación para dar liquidez al sistema bancario francés en octubre del 2008, lanzando en diciembre del 2009 su última emisión de deuda. El volumen máximo de financiación que se asignó a la agencia fue de €265 billones, pero en otoño del 2009 se decidió el cese de nuevas transacciones. Así, en un periodo de aproximadamente un año, la agencia emitió en cuatro divisas el equivalente a €77 billones en bonos con vencimientos entre tres y cinco años con la garantía del Estado francés. Este volumen de emisión fue realizado principalmente a través de emisiones en euro (€48 billones) y dólar (\$39 billones) pero también se efectuaron emisiones de deuda en franco suizo (CHF 2 billones) y libra esterlina (£750 millones). La financiación de los bancos a través de esta agencia tenía como fin la financiación de la economía francesa a través de la financiación de empresas, familias y autoridades locales. Tras la decisión de acabar con la actividad de emisión de deuda, se determinó como misión de la agencia el que esta asegurase el servicio de la deuda emitida, toda ella con garantía del Estado francés (Banque de France, 2009).

En Alemania, con el objetivo de estabilizar los mercados financieros, el gobierno creó en octubre del 2008 el *Financial Markets Stabilisation Fund* (SoFFin) que es supervisado por la *Federal Agency for Financial Market Stabilisation* (FMSA), que es además su propietaria en representación de la República Federal Alemana.

En septiembre del 2008 la institución bancaria *Hypo Real Estate Group* (HRE) sufrió graves problemas de liquidez y dificultades para su capitalización debido a la baja calidad crediticia de sus activos (Buder, Lienemeyer, Magnus, Smits, Soukup, 2011). HRE, ante esta difícil situación, recibió fondos de la asociación bancaria alemana por un total de €35 billones para intentar solventar los problemas de liquidez a los que se enfrentaba la institución, pero aun así acabo por ser nacionalizada en noviembre del 2009. En octubre del 2010 se creó *FMS Wertmanagement*, agencia alemana de apoyo al sector bancario, como una institución pública que mantiene como objetivo la liquidación de los activos de HRE, institución que en dicha fecha le transfirió posiciones de riesgo y negocios no estratégicos por un total de €176 billones. Junto con los activos, también recibió los pasivos, por lo que *FMS Wertmanagement* asume todas las obligaciones legales hacia los inversores que poseían bonos de HRE. SoFFin tiene la responsabilidad de compensar cualquier pérdida potencial en la que pueda incurrir *FMS Wertmanagement*, con el fin de que no incumpla con sus obligaciones, permitiéndole a esta última mantener una alta calidad crediticia. *FMS Wertmanagement* realiza su financiación a través de los mercados de deuda a corto, medio y largo plazo.

Dentro de un esquema similar al anterior, se creó *Erste Abwicklungsanstalt* cuyos propietarios son el estado de *North Rine-Westphalia* en un 48,2%, dos asociaciones de bancos de ahorro con un 25% cada una, *Rhineland* y dos asociaciones regionales de *Rhineland* y *Westphalia* con 0,9% cada una (ERSTAA, 2013). En este caso, fue la institución bancaria WESTLB la que transfirió €77 billones de sus activos a la agencia de nueva creación con el fin de que sean liquidados. Esta agencia es de calidad crediticia inferior a la anterior debido a que sus propietarios también los son.

Recuadro 3. El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria.

En el caso de España, en junio del 2009 se creó el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) para apoyar el proceso de reestructuración, consolidación y mejora de reservas de capital del sector bancario español. Únicamente pueden ser beneficiarias del fondo las instituciones financieras establecidas en España. El FROB tiene la garantía explícita e irrevocable del Reino de España, el Estado Español es propietario del 100% de la entidad, está controlado por el Ministerio de Economía y es auditado por el Tribunal de Cuentas.

Recuadro 3. Continuación.

En términos de capitalización, esta proviene de una aportación de €6,5 billones de los Presupuestos Generales del Estado del año 2009 y de una contribución de €2,25 billones del Fondo de Garantía de Depósitos. En septiembre del 2012 el gobierno aumentó su capital hasta €15 billones. Para la obtención de recursos financieros, el FROB efectúa transacciones de deuda en los mercados de capital y puede también recibir préstamos. La institución sigue una política prudente de gestión de activos y pasivos bajo la cual toda aportación líquida recibida y asignada ha de ser invertida en deuda pública u otro tipo de activo de bajo riesgo.

La reestructuración del sistema bancario español y la actuación del FROB (BOE, 2012b) pueden dividirse en tres etapas. La primera está constituida por la consolidación de las cajas de ahorros en 2009 y 2010 con el apoyo financiero del FROB a las fusiones que lo necesitaron. Las 45 cajas de ahorros existentes fueron consolidadas en siete bancos y dos cajas de ahorros recibiendo este proceso de integración un apoyo financiero por parte del fondo de €9,7 billones mediante la suscripción de acciones preferentes.

En la segunda etapa llevada a cabo en el 2011 el Gobierno Español, dentro del proceso de reestructuración del sistema financiero, requirió a las instituciones bancarias un ratio de capital mínimo del 8% de los activos ponderados por riesgo. En esta fase, el FROB inyectó capital suscribiendo acciones ordinarias por un total de €5,7 billones repartidos entre cuatro instituciones en las que la participación del fondo osciló entre el 90% y el 100% del capital.

Durante la tercera etapa que tiene lugar en el 2012 y con el objetivo de aumentar la confianza de los mercados, se introducen nuevas medidas para acelerar la reorganización de los balances bancarios y retirar activos que no correspondan a la actividad fundamental de las instituciones. Es creada para ello la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) para la segregación y gestión ordenada durante un periodo de quince años de los activos bancarios relacionados con el sector de la construcción.

Dado que en los mercados financieros internacionales persiste la volatilidad y la preocupación por la situación de la deuda soberana europea, en julio del 2012 se firma el acuerdo entre España y la Comisión Europea que permite recapitalizar la banca española.

Recuadro 3. Continuación.

En el acuerdo firmado, se decide utilizar el FROB como institución intermediaria para financiar el sistema bancario español con fondos provenientes del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) ya que este, en el momento que otorga la primera ayuda desde su creación, todavía no puede financiar directamente a las instituciones bancarias. El 3 de diciembre del 2012, el Estado Español solicita desembolsos por un total de €39,5 billones para la recapitalización del sector bancario que son canalizados a través del FROB, que actúa como agente del Gobierno Español, hacia las instituciones financieras concernidas. El 5 de febrero del 2013 se solicita un segundo desembolso de algo menos de €1,9 billones.

4. IFIS Europeas

Dentro de las IFIS europeas, las que mantendrán una mayor presencia en los mercados de capital son las instituciones bancarias multilaterales que serán descritas a continuación. Como también veremos más adelante, el Fondo Europeo de Inversiones (FEI) forma parte del Grupo Banco Europeo de Inversiones. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) puede ser considerado como institución financiera internacional pero no como banco multilateral de desarrollo ya que tiene un objetivo muy diferente, el de ejecutar la política monetaria de la Unión Europea orientándola hacia la estabilidad de precios en el área del EUR (Hanspeter, 2004).

La Unión Europea (UE) puede ser considerada como una Institución Financiera Internacional en sí misma ya que realiza transacciones financieras en los mercados de capital y bajo ciertas circunstancias tiene la capacidad de actuar como intermediario en la financiación de los países miembros de la Unión Europea que no pueden financiarse por sí mismos en los mercados de deuda como consecuencia de una coyuntura de crisis financiera.

El resto de las Instituciones Financieras Internacionales comunitarias, mantienen personalidad jurídica propia pero son poco significativas como entidades de financiación y su presencia en los mercados financieros internacionales es limitada. No obstante su calificación financiera es elevada y puntualmente efectúan transacciones denominadas en euro o en dólar, mercados en

los que existe una base de inversores interesados por su calidad crediticia ya que los bonos de estas entidades les permiten diversificar sus carteras de inversión.

4.1. El Banco Europeo de Inversiones (BEI)

El Banco Europeo de Inversiones es la institución financiera de la Unión Europea y fue creado en 1958 para contribuir al desarrollo equilibrado y estable de sus países miembros. Su objetivo prioritario es el de apoyar proyectos de desarrollo que requieren financiación a largo plazo, siempre dentro de una práctica bancaria estricta. El BEI es una institución bancaria que mantiene una presencia importante en los mercados financieros internacionales como emisor de deuda y como inversor. La institución colabora estrechamente con la comunidad bancaria internacional financiando proyectos de desarrollo, muchos de los cuales se encuentran relacionados con la financiación de infraestructuras. Sus países miembros son los países integrantes de la UE, todos ellos subscriptores del capital del banco.

Durante el periodo estudiado en esta Tesis, 2005-2012, y como consecuencia de la crisis acaecida, la institución ha orientado su actividad de préstamos hacia tres áreas principales: la inversión en proyectos de innovación, la financiación a pequeñas y medianas empresas y la financiación a las regiones de la UE que más han sufrido los efectos de la crisis económica y financiera. En el año 2012 la financiación de proyectos en estas áreas aumentó hasta unos volúmenes de €9 000, €13 000 y €15 000 millones respectivamente (EIB, 2013a).

Además de realizar sus actividades dentro la Unión Europea como ámbito operacional al que se circunscriben sus objetivos, el BEI participa en la lucha contra la pobreza y la mejora de los estándares de vida en los países en vías de desarrollo. De los €52 000 millones prestados por la entidad en el año 2012, €7 400 millones fueron destinados a países en desarrollo fuera de las fronteras de la Unión Europea con el objetivo de apoyar la política exterior de la unión (EIB, 2013a). En términos de volumen es, a nivel global, el banco de desarrollo de mayor importancia.

De forma pionera dentro del sector bancario internacional, la institución otorga especial importancia a la promoción de la responsabilidad social corporativa. Esta política es materializada tanto en su misión como en sus actividades, haciendo un esfuerzo constante por

incorporarla en su gestión a través de sus equipos de dirección. Para que este objetivo alcance a la sociedad en su conjunto emprende acciones voluntarias y cumple con los requisitos legales y los principios de *best practice* generalmente aceptados, que se sitúan por encima de los mínimos establecidos. En este sentido, el *United Nations Institute for Training and Reserach* (UNITAR), constata desde hace tiempo el hecho de que la institución adapta sus políticas, estándares y procedimientos a los requisitos y procedimientos de responsabilidad social corporativa y buen gobierno (UNITAR, 2003).

4.2. El Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo, (BERD)

El BERD fue creado en 1991 a la caída del comunismo en Europa Central y del Este en un momento en el que los países ex-soviéticos necesitaban apoyo para desarrollar el sector privado dentro de un entorno democrático. Su accionariado cuenta con 60 países y dos instituciones intergubernamentales, el BEI y la Comunidad Europea. Hoy en día financia proyectos en 31 países desde Europa Central hasta Asia Central. Financia empresas privadas, generalmente en cooperación con otras instituciones bancarias comerciales, al mismo tiempo que trabaja con compañías públicas con el objetivo de apoyar la privatización, reestructuración y mejora de empresas estatales y servicios municipales.

Desde el 2011, BERD incluye dentro de sus prestatarios potenciales países en la región del Sur y el Este del Mediterráneo con el objetivo de dar apoyo a los países que atraviesan reformas políticas y económicas importantes. Como en el caso de las demás Instituciones Financieras Internacionales, el banco utiliza su estrecha relación con los gobiernos de los países en los que financia proyectos de inversión para promover políticas que potencien la economía de mercado y el crecimiento (EBRD, 2013a).

Consciente de la repercusión de sus actividades en los mercados internacionales, dentro de un contexto de mercado de sensibilización creciente por parte de los inversores al carácter sostenible de los bonos que incorporan a sus carteras de inversión, el banco analiza el impacto medioambiental y social de los proyectos financiados. Desde el punto de vista de su participación en los mercados de deuda, promueve la inversión responsable en sus operaciones de financiación e inversión (EBRD, 2013b).

4.3. El Banco de Desarrollo del Consejo de Europa, (BDCE)

El BDCE es el primer banco de desarrollo multilateral europeo. Fue establecido en 1956 por ocho países²⁰ pertenecientes al Consejo de Europa como una institución financiera independiente con el fin de dar solución a problemas relacionados con refugiados y preservar la democracia en Europa. Hoy en día la institución cuenta con 40 miembros, todos ellos pertenecientes al Consejo de Europa.

Desde su establecimiento, la institución ha aumentado los campos de actuación manteniendo el objetivo de promover la cohesión social y de servir de instrumento financiero en la implementación de la política de la solidaridad europea. El BDCE apoya la financiación de proyectos sociales y da respuesta financiera a situaciones de emergencia, contribuyendo así a la mejora de las condiciones de vida en las regiones más desfavorecidas de Europa. Este objetivo ha sido adaptado a la evolución de las prioridades sociales europeas, enfocándose actualmente hacia tres ejes fundamentales: el desarrollo del capital humano, la integración social y la gestión medioambiental (CEDB, 2013a).

El Banco de Desarrollo del Consejo de Europa financia sus actividades mediante la emisión de deuda en los mercados financieros. Debido a la crisis financiera europea, su calificación financiera se ha visto deteriorada ya que tanto S&P's como Fitch la han situado en el escalón AA+. El capital suscrito es de €5,5 billones, la entidad mantiene un alto nivel de liquidez, una sólida cartera de préstamos, un estricto control de riesgos y una prudente estrategia de préstamos (Fitch, 2013).

4.4. Nordic Investment Bank (NIB)

El *Nordic Investment Bank* es un banco de desarrollo cuyos países miembros y área de actividad se encuentran en la península escandinava y en la región báltica. La institución aporta financiación a largo plazo en los sectores público y privado, dentro y fuera de las fronteras de los países miembros (NIB, 2013). Fue creado a mediados de los años setenta por Dinamarca, Finlandia, Islandia, Noruega y Suecia. A comienzos del 2005, Estonia, Letonia y

²⁰ Francia, Alemania, Italia, Bélgica, Luxemburgo, Grecia, Islandia y Turquía.

Lituania se unieron al accionariado de la institución. El NIB realiza la financiación de sus actividades a través de los mercados internacionales de capital.

4.5. Otras IFIS europeas

Además de los bancos multilaterales de desarrollo europeo, existen otras instituciones supranacionales europeas con un objetivo concreto. Así, la *European Company for the Financing of Railroad Rolling Stock* (Eurofima) es la sociedad destinada a financiar el material necesario para que las compañías ferroviarias de sus países miembros puedan realizar sus actividades. La Comunidad Europea de la Energía Atómica (Euratom) tiene como objetivo el apoyo a la creación de las condiciones necesarias para el establecimiento y crecimiento de industrias nucleares pacíficas en los países miembros de la UE. Las dos instituciones se financian mediante emisiones de bonos en los mercados de capital. La Comunidad Europea del Carbón y del Acero (CECA) fue fundada para promover el desarrollo económico de sus miembros a través del establecimiento de un mercado común para los sectores del carbón y del acero. El tratado que creó esta institución expiró el 23 de Julio del 2002 y se encuentra actualmente en liquidación.

5. Mecanismos de Ayuda Financiera de la Eurozona

El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) son Mecanismos de Ayuda Financiera (MAF) creados con el objetivo de ayudar a mitigar los efectos de la crisis económica y financiera en los países pertenecientes a la Eurozona. Aunque cumplen con los seis criterios propuestos para la clasificación de IFIS, presentamos estas estructuras de manera independiente dada la particularidad de su origen y objetivos. Además, los MAF no evalúan la sostenibilidad de la deuda de los países a los que se les conceden programas de ayuda²¹ sino que obtienen, a través de los mercados internacionales de capital, los fondos que serán prestados, es decir, constituyen el vehículo emisor de deuda.

²¹ Esta función es realizada por la llamada Troika, constituida por la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el Fondo Monetario Internacional.

El FEEF y el MEDE pueden realizar emisiones de deuda por sí mismos mientras que el MEEF lo hace a través de la Unión Europea y por ello será expuesto de forma diferenciada en el próximo epígrafe.

Tabla 3. Mecanismos de Ayuda Financiera de la Eurozona.

Mecanismos de Ayuda Financiera de la Eurozona	Rating Largo Plazo Moody's/S&P/Fitch
Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	Aa1/AA+/AA+
Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)	Aa1/NR/AAA
Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF)	Aaa/AAA/AAA

Fuente: Moody's, S&P's, Fitch

Los mecanismos europeos de financiación fueron creados para apoyar el proceso de recuperación de las economías europeas afectadas por la fuerte crisis financiera. Estos mecanismos se conciben y activan en un periodo durante el cual es necesario efectuar importantes reformas estructurales, regulatorias y económicas que potencien la solvencia del sistema bancario europeo, la estabilidad de los mercados de capital y el crecimiento económico. La necesidad de su creación aparece cuando con el colapso de *Lehman Brothers* en el 2008, tras años de estabilidad financiera y bajos tipos de interés en los bonos soberanos a largo plazo, el diferencial del rendimiento de los bonos europeos respecto al bono alemán comenzó a crecer rápidamente.

En ese momento, el gobierno irlandés comenzó el rescate de sus principales bancos lo que impacto fuertemente en la tendencia al alza de los diferenciales entre los bonos europeos soberanos, diferenciales que reflejan la percepción por parte de los inversores del riesgo asociado a cada emisor de deuda. Esta situación provocó una fuerte volatilidad en los mercados financieros (ECB, 2012). En el 2009 las condiciones de mercado mejoran a partir del anuncio del gobierno irlandés, en febrero, de un paquete de medidas fiscales restrictivas y las medidas tomadas por el BCE, que facilitó financiación a un año y anuncio su primer programa de compra de cédulas hipotecarias²². Sin embargo en octubre Grecia anuncia la revisión de su déficit presupuestario que pasa de 6,7% al 12,7% de su Producto Interior Bruto. A partir de ese momento el aumento de los diferenciales se acentuó de manera aguda. Ante el deterioro de la situación se acuerda en abril del 2010 la concesión de préstamos bilaterales a

²²Covered Bonds.

Grecia por un total de €80 billones a desembolsar por la Comisión Europea entre mayo del 2010 y junio del 2013. En mayo del 2010 se firmó el acuerdo bilateral de ayuda a Grecia y se fundó la primera estructura europea de apoyo, el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF). El Fondo Monetario Internacional acordó asistir al país con €30 billones adicionales y su participación fue muy importante ya que era percibida por los mercados financieros como una fuente de control externa a los países europeos.

El Consejo Europeo y los países miembros deciden crear un paquete de medidas para preservar la estabilidad financiera en Europa denominado *European Stabilisation Actions (ESA)* que incluye la creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF) que serán considerados como estructuras de apoyo temporales. La activación de planes de ayuda provenientes de ambas estructuras supone una fuerte condicionalidad a ser respetada por el país receptor de fondos. Esta condicionalidad se encuentra en línea con los paquetes de ayuda a Estados soberanos otorgados por el Fondo Monetario Internacional.

El FEEF se establece y adopta la ley de Luxemburgo el 7 de octubre del 2010. Irlanda recibe rápidamente fondos de la nueva estructura. Dado el carácter temporal de las nuevas estructuras fue necesario modificar el Tratado de Lisboa con el fin de crear un mecanismo permanente. El 13 de diciembre del 2010 el Consejo Europeo modifica el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (Unión Europea, 2008), dando la posibilidad de crear un mecanismo europeo permanente de estabilidad que actúe bajo la ley pública internacional y como institución intergubernamental.

El 7 de abril del 2011 Portugal solicita ayuda y esta es acordada el mes de mayo por un total de €78 billones. El 21 de julio del 2011 el Eurogrupo decide otorgar un segundo paquete a Grecia de €130 billones que es aprobado el 21 de febrero del 2012. Todas las ayudas otorgadas constituyen pasivos para los países receptores y no una condonación de deuda ya que el objetivo que se mantiene es el de facilitar financiación a los países que no pueden obtenerla por sí mismo en los mercados de capital en periodos de fuerte crisis financiera. Los programas de Irlanda, Portugal y Grecia fueron financiados mayoritariamente por el FEEF.

En marzo del 2011 el Eurogrupo acuerda la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) que será un mecanismo permanente con el objetivo de asegurar la estabilidad del euro y de la estabilidad financiera europea. En un principio la nueva institución debería entrar en funcionamiento en el momento de expiración del FEEF, en junio del 2013, pero el Eurogrupo decidió su entrada en funcionamiento con anterioridad a que esta última expirase con el objetivo de expandir el paquete de medidas contra la crisis de la Eurozona.

El MEDE fue establecido en octubre del 2012 tras ratificar su creación todos los países de la Eurozona, constituyendo a partir de esa fecha el principal mecanismo para la financiación de nuevos programas. Con la entrada en vigor del MEDE, el FEEF mantiene las responsabilidades relacionadas con los programas en curso que le habían sido asignados para otorgar apoyo financiero a Grecia, Portugal e Irlanda.

En términos de volumen, el MEDE tendrá una capacidad máxima de préstamo de €500 billones, mientras que los programas existentes del FEEF acumulan cerca de €200 billones. A su vez, El MEEF, gestionado a través de la Unión Europea, mantiene préstamos por un valor de €48,5 billones y los préstamos bilaterales a Grecia son de €53,9 billones. El conjunto total de ayudas potenciales provenientes de los mecanismos europeos de apoyo financiero puede ser considerado en torno a los €800 billones.

Teniendo en cuenta las cantidades totales desembolsadas o cuyo desembolso ha sido solicitado, el volumen total se sitúa en torno a los €340 billones, lo que supone el 43% de la capacidad de préstamo total estimada proveniente de los mecanismos de apoyo financiero europeo.

En la tabla 4, presentamos la recopilación de las ayudas efectuadas directamente por la Unión Europea, por sus estructuras de apoyo o por otros prestatarios a los países de la Eurozona en dificultad durante la crisis soberana con el fin de conseguir su estabilidad financiera y el saneamiento de sus sectores bancarios. Del total de €462,4 billones cuyo desembolso ha sido solicitado y acordado, el 79% proviene de prestatarios europeos y el 21% de un único prestatario no europeo, el Fondo Monetario Internacional (FMI). Este organismo internacional ha participado en todos los programas de apoyo financiero a los Estados y no lo ha hecho en el programa español, que se trataba de una medida de apoyo al sector financiero.

Tabla 4. Programas de apoyo destinados a los países de la Eurozona – Desembolsos solicitados.

En Billones €	Estado Receptor Miembro de la Unión Europea					
	Grecia ²³	Irlanda ²⁴	Portugal	España	Chipre ²⁵	Total
UE/MEEF		22,5	26			48,5
FEEF	144,6	17,7	26			188,3
MEDE				41,3	9	50,3
UE Bilateral	52,9					53,9
FMI	48,1	22,5	26		1	99,1
Otros		22,3			2,5	22,3
Total	245,6	85	78	41,3	12,5	462,4
Destino, Apoyo Gobierno	155,6	67,5	66		12,5	341,6
Destino, Reestructuración Bancaria	50	17,5	12	41,3		120,8

Fuente: Comisión Europea, FEEF, MEDE

5.1. Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)

Entidad jurídica especial de carácter temporal, el FEEF fue aprobado el 9 de mayo del 2010 por los Estados miembros de la Unión Europea con el objetivo de preservar la estabilidad financiera en Europa mediante la provisión de financiación a los Estados de la Eurozona en situación de crisis económica.

Para la consecución de sus objetivos, el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera emite bonos u otros instrumentos de deuda en los mercados de capital. Los fondos obtenidos son prestados a los países para los cuales se haya aprobado un programa de ayuda. También puede actuar indirectamente como mecanismo de recapitalización de instituciones financieras a través de préstamos a gobiernos.

El volumen global de capital garantizado por los países de la Eurozona en el momento de establecerse la institución fue de €440 billones, que fueron aumentados unánimemente el 13 de octubre del 2011 a €780 billones tras solicitarlo la Unión Europea.

²³ El primer paquete de ayuda a Grecia no forma parte de los préstamos concedidos por el FEEF sino que es un acuerdo bilateral de Grecia con los países de la Eurozona (excepto Eslovaquia que no participo y Estonia que no formaba parte de la Eurozona en ese momento. Irlanda y Portugal se desvincularían posteriormente de este primer plan de ayuda al necesitarla ellos mismos) y el FMI.

²⁴ El programa total de préstamo a Irlanda supuso un total de €85 billones incluyendo contribuciones bilaterales del Reino Unido, Suecia y Dinamarca. Del total, €67,5 billones fueron contribuciones externas y €17,5 billones fueron provistos por el *Ireland Treasury* y el *National Pension Fund*.

²⁵ Chipre recibe además de los €10 billones acordados (€9 billones provenientes del MEDE y €1billon del FMI), una ayuda directa de Rusia que reestructura un préstamo otorgado en 2011 por valor de €2,5 billones.

Tabla 5. Contribuciones de los países de la Eurozona al FEEF en millones de €.

Millones €	Contribución Inicial		Contribución Aumentada	
	Compromiso Garantizado	Porcentaje	Compromiso Garantizado	Porcentaje
Alemania	119 390	27,134%	211 046	27,065%
Francia	89 658	20,377%	158 488	20,325%
Italia	78 785	17,906%	139 268	17,860%
España	52 353	11,898%	92 543	11,868%
Países Bajos	25 144	5,715%	44 446	5,700%
Bélgica	15 292	3,475%	27 032	3,467%
Grecia	12 388	2,815%	21 898	2,808%
Austria	12 241	2,782%	21 639	2,775%
Portugal	11 035	2,508%	19 507	2,502%
Finlandia	7 905	1,797%	13 974	1,792%
Irlanda	7 002	1,591%	12 378	1,587%
Eslovaquia	4 372	0,994%	7 728	0,991%
Eslovenia	2 073	0,471%	3 664	0,470%
Estonia		0,000%	1 995	0,256%
Luxemburgo	1 101	0,250%	1 947	0,250%
Chipre	863	0,196%	1 526	0,196%
Malta	398	0,090%	704	0,090%
Eurozona	440 000	100,000%	779 783	100,000%

Fuente: FEEF

Tras su constitución, el mecanismo obtuvo la más alta calificación financiera por parte de las tres principales agencias de calificación. Sin embargo el 16 enero del 2012 S&P's bajó la calificación financiera del FEEF de AAA a AA+ siguiendo la bajada que había efectuado tres días antes de las calificaciones financieras de Francia y otros ocho países de la Eurozona²⁶. Seguidamente, Moody's anuncio una bajada de su calificación del FEEF, que pasaría de Aaa a Aa1, el 30 de noviembre del 2012²⁷.

Desde que el Mecanismo Europeo de Estabilidad entra en funcionamiento el 8 de octubre del 2012, el FEEF financia únicamente los programas en los que había entrado con anterioridad: Grecia, Portugal e Irlanda. Para ello seguirá emitiendo deuda en los mercados internacionales de capital manteniendo su presencia como emisor hasta el último reembolso de los préstamos concedidos.²⁸ Los préstamos totales concedidos a 30 de septiembre del 2013 eran de €133,04

²⁶ Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P's, 2014).

²⁷ Moody's Investors Service (Moody's, 2014).

²⁸ Grecia ha de efectuar el ultimo reembolso que recibirá el FEEF, de €2,5 billones, el 31 de julio del 2048.

billones a Grecia, €21,1 billones a Portugal y € 15,4 billones a Irlanda²⁹. La cantidad disponible respectiva a la misma fecha para cada uno de los tres países receptores era de €11,56, €4,9 y €2,3 billones.

5.2. Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)

El Mecanismo Europeo de Estabilidad es la institución financiera internacional de creación más reciente, concebido como un mecanismo permanente de resolución de crisis para los países de la Eurozona. Para poder ejecutar sus objetivos, el MEDE emite instrumentos de deuda con el fin de financiar préstamos y otras formas de asistencia financiera a los Estados miembros de la Eurozona.

La decisión de crear el MEDE fue tomada por el Consejo Europeo en diciembre del 2010. Los países de la Eurozona firmaron el 2 de febrero del 2012 un tratado intergubernamental que establecía el MEDE y este fue inaugurado el 8 de Octubre del 2012 como una organización intergubernamental basada en Luxemburgo bajo la ley internacional pública.

El MEDE puede proveer préstamos dentro del marco de programas de ajuste macroeconómico, comprar deuda en los mercados primario y secundario y proveer asistencia financiera en forma de líneas de crédito. El mecanismo puede también financiar indirectamente la recapitalización de instituciones financieras a través de los gobiernos de sus países miembros. Está previsto que esta última capacidad cambie cuando se establezca un Mecanismo Único de Supervisión para las instituciones bancarias de la Eurozona ya que a partir de ese momento podría acordarse que el MEDE tenga capacidad de financiar directamente instituciones bancarias. De poder realizar financiación directa al sistema bancario, se ejercerá únicamente para instituciones bancarias viables.

El capital total suscrito es de €700 billones y la capacidad de préstamo efectiva es de €500 billones, lo que significa que el capital suscrito supera en un 40% la capacidad de préstamo, traduciéndose en una garantía adicional importante para los poseedores de bonos emitidos por el Mecanismo Europeo de Estabilidad.

²⁹ EFSF, Lending Operations 30/09/2013, <http://www.efsf.europa.eu/about/operations/index.htm>.

Tabla 6. Contribuciones de los países de la Eurozona al MEDE en millones de €.

Estado Miembro	Capital Suscrito	Porcentaje	Capital Desembolsado	Porcentaje desembolsado
Alemania	190 025	27,146%	21 717	11,429%
Francia	142 701	20,386%	16 309	11,429%
Italia	125 396	17,914%	14 331	11,429%
España	83 326	11,904%	9 523	11,429%
Países Bajos	40 019	5,717%	4 574	11,429%
Bélgica	24 340	3,477%	2 782	11,429%
Grecia	19 717	2,817%	2 253	11,429%
Austria	19 484	2,783%	2 227	11,428%
Portugal	17 564	2,509%	2 007	11,429%
Finlandia	12 582	1,797%	1 438	11,428%
Irlanda	11 145	1,592%	1 274	11,429%
Eslovaquia	5 768	0,824%	659	11,429%
Eslovenia	2 993	0,428%	342	11,429%
Estonia	1 302	0,186%	149	11,429%
Luxemburgo	1 753	0,250%	200	11,427%
Chipre	1 373	0,196%	157	11,431%
Malta	512	0,073%	59	11,432%
Eurozona	700 000	100,000%	80 000	100,000%

Fuente: MEDE

El capital desembolsado³⁰ por los países miembros del MEDE es de €80 billones. Este capital no es utilizado para efectuar operaciones de préstamo sino que es destinado a constituir una reserva de capital que se invierte en activos financieros de bajo riesgo con el objetivo de constituir una garantía adicional para los compradores de sus títulos de deuda.

La inversión del capital desembolsado bajo una política de inversión conservadora, en activos líquidos de alta calidad, repercute positivamente en las calificaciones financieras recibidas por el MEDE. La financiación de la institución se realiza a través de emisiones de deuda a corto y largo plazo en los mercados de capital.

³⁰ En el momento de la creación del MEDE se acordó un desembolso de capital inicial del 11,4%, a efectuar por los países miembros en cinco pagos, el último en abril del 2014. El resto del capital, suscrito pero no desembolsado, podrá ser solicitado por la institución bajo tres circunstancias:

- Solicitud de capital de emergencia. En este caso el capital es necesario para evitar un impago de una obligación del MEDE.
- Solicitud de capital para reequilibrar el nivel de capital desembolsado. En caso de una reducción de capital desembolsado ocasionada por la absorción de pérdidas derivadas del impago de sus prestatarios.
- Solicitud general de capital. En este caso, el *Board of Governors*, puede solicitar el capital en todo momento.

El Mecanismo Europeo de Estabilidad tiene una calificación AAA por parte de Fitch y una calificación AA1 por parte de Moody's. El MEDE decidió no solicitar un rating de S&P's dada la nueva metodología aplicada por la agencia de calificación respecto a las instituciones multilaterales de préstamo³¹. Los fondos obtenidos mediante la emisión de deuda no son asignados de manera específica a cada país, efectuándose los préstamos a un tipo de interés común a todos los programas de financiación. Este tipo de interés varía en función de la evolución del coste de financiación del propio MEDE.

La primera ayuda concedida por el MEDE fue la asistencia acordada en noviembre del 2012 para la recapitalización del sistema bancario español a través del FROB. Este acuerdo establece una cantidad máxima de €100 billones a solicitar por el beneficiario entre noviembre del 2012 y diciembre del 2013. De la cantidad máxima permitida se han solicitado un total de €41,3 billones a 30 de octubre del 2013. La segunda ayuda concedida por el MEDE fue su participación en el programa para Chipre del que se compromete a financiar hasta €9 billones. Esta cantidad representa un 90% del programa siendo la cantidad restante financiada por el Fondo Monetario Internacional.

Tabla 7. Principales acontecimientos y acciones europeas ante la crisis soberana.

Año	Fecha	Actor	Advertencia/Acción
2005	08/12	BCE	Desequilibrios financieros
2006	11/12	BCE	Vulnerabilidad potencial de la Eurozona
2007	29/01	BCE	Inestabilidad de los mercados financieros y potencial corrección de precios significativa
	15/06	BCE	Creciente vulnerabilidad de los mercados financieros
	09/08	BCE	El préstamo interbancario se ralentiza. En los días que siguen el BCE inyecta €335 billones en el sistema bancario de la Eurozona mediante préstamos a 3 meses
2008	03/07	BCE	Subida de tipos: 25pb a 4,25%
	15/09	LB	Lehman Brothers se declara en quiebra
	08/10	BCE	Bajada de tipos: 50pb a 3,75%
	12/10	UE	Anuncio de un Plan de Acción Europeo que incluye la financiación de bancos. Estabilización de los bonos soberanos.
	06/11	BCE	Bajada de tipos: 50pb a 3,25%
	04/12	BCE	Bajada de tipos: 75pb a 2,50%
2009	15/01	BCE	Bajada de tipos: 50pb a 2%

³¹ EFSF/ESM, Newsletter n° 10, September 2013, www.esm.europa.eu.

	05/03	BCE	Bajada de tipos: 50pb a 1,50%
	02/04	BCE	Bajada de tipos: 25pb a 1,25%
	07/05	BCE	Bajada de tipos: 25pb a 1%
	07/05	BCE	Lanzamiento de operaciones de refinanciación a un año
	12/05	CESB	El Comité Europeo de Supervisión Bancaria anuncia <i>stress tests</i>
	04/06	BCE	Lanzamiento del primer programa de cédulas hasta el 30/06/2010
	01/10	CESB	Publica resultados del primer <i>stress test</i> de la Unión Europea
2010	25/03	UE	Ofrece ayuda a Grecia
	23/04	Grecia	Pide apoyo financiero
	02/05	EU/FMI	Acuerdo de un paquete de ayuda de €110 billones a Grecia
	07/06	FEEF	Se establece el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera
	23/07	CESB	Publica resultados del segundo <i>stress test</i> de la Unión Europea
	21/11	Irlanda	Pide apoyo financiero
	28/11	MEDE	Los ministros europeos de finanzas dan su acuerdo a la proposición de la Comisión Europea de establecer un mecanismo de crisis de carácter permanente que reemplazará el FEEF
	07/12	EU/FMI	Acuerdo de un paquete de ayuda de €85 billones a Irlanda
2011	01/01	EBA	Se establece la <i>European Banking Authority</i>
		ESMA	Se establece la <i>European Securities and Market Authority</i>
		EIOPA	Se establece la <i>European Insurance and Occupation Pensions Authority</i>
	11/03	UE	La Unión Europea acuerda el “Pacto por el Euro”
	06/04	Portugal	Pide apoyo financiero
	07/04	BCE	Subida de tipos: 25pb a 1,25%
	17/05	EU/FMI	Acuerdo de un paquete de ayuda de €78 billones a Portugal
	07/07	BCE	Subida de tipos: 25pb a 1,50%
	15/07	EBA	Publica resultados del tercer <i>stress test</i> de la Unión Europea
	06/10	BCE	Lanzamiento del segundo programa de cédulas hasta el 31/10/2012
	13/10	FEEF	Mejoras estructurales del fondo aprobadas por todos los países de la Eurozona
	03/11	BCE	Bajada de tipos: 25pb a 1,25%
	08/12	BCE	Bajada de tipos: 25pb a 1%
	22/12	BCE	€489 billones son asignados a 523 bancos en la primera Longer-Term Refinancing Operation (LTRO) con vencimiento a tres años
2012	21/02	UE	Acuerdo de un segundo paquete de ayuda de €130 billones a Grecia
	01/03	BCE	€530 billones son asignados a 800 bancos en la segunda Longer-Term Refinancing Operation (LTRO) con vencimiento a tres años
	27/06	España	Pide apoyo financiero para el sector bancario
	27/06	Chipre	Pide apoyo financiero
	05/07	BCE	Bajada de tipos: 25pb a 0,75%
	20/07	EU/FMI	Acuerdo de un paquete de ayuda de €100 billones para el sector bancario español

	08/10	MEDE	Se inaugura el Mecanismo Europeo de Estabilidad, de carácter permanente
2013	25/03	EU/FMI	Acuerdo de un paquete de ayuda de €10 billones para Chipre
	02/05	ECB	Bajada de tipos: 25pb a 0,50%

Fuente: ECB, EU, CESB, EBA, FMI

La tabla 6 presenta un eje cronológico de las acciones clave llevadas a cabo por los principales reguladores ante la crisis financiera europea. También incluye los principales acontecimientos que originaron dichas acciones.

5.3. La Unión Europea como emisor de deuda

La Unión Europea, actuando a través de la Comisión Europea, opera tres programas de deuda: el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF) el Programa de Balanza de Pagos y el Programa de Asistencia Macro-Financiera. Los tres programas tienen como objetivo la concesión de préstamos a Estados soberanos y son financiados mediante la emisión de instrumentos de deuda en los mercados de capital.

Todos los préstamos otorgados bajo los tres programas de la Unión Europea se financian exclusivamente con fondos obtenidos en los mercados de capital mediante la emisión de bonos denominados en euros. La liquidez emitida es transferida en forma de préstamo al país beneficiario con las mismas características del bono emitido. Así, cada bono está directamente ligado con un programa específico.

La Unión Europea garantiza toda la deuda que emite por lo que en caso de que un país beneficiario de sus programas de préstamo incumpliese sus obligaciones de pago, los vencimientos de la deuda emitida serían reembolsados con el presupuesto de la Unión Europea. Por lo tanto, los países miembros están obligados a asegurar que el presupuesto de la Unión Europea sea suficiente como para cumplir con todas sus obligaciones como emisor de deuda.

La UE siempre ha recibido, a la fecha de vencimiento, los fondos correspondientes a los préstamos otorgados y estos han sido a su vez utilizados para el repago de la deuda emitida.

5.3.1. Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF)

El Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera es un programa de financiación de emergencia a través de recursos financieros obtenidos en los mercados de capital con la garantía y supervisión de la Comisión Europea. El mecanismo utiliza el presupuesto de la Unión Europea como colateral. El MEEF fue el primer mecanismo de financiación utilizado para apoyar a los países en dificultades ante la crisis económica europea ya que constituyó la manera más rápida de poder hacer frente a la situación de crisis mientras que mecanismos más adaptados eran puestos en funcionamiento (FEEF, MEDE). El volumen máximo de emisión del MEEF es de €60 billones, fue establecido con la garantía de todos los miembros de la Unión Europea y obtuvo el rating máximo por parte de Moody's, S&P's y Fitch en el momento de su creación.

El objetivo del MEEF es el de dar apoyo financiero a todos los países miembros de la Unión Europea que atravesasen dificultades financieras causadas por circunstancias excepcionales fuera de su control.

Operativo desde el 10 de mayo del 2010, efectuó su primera emisión de bonos en enero del 2011 dedicando los fondos obtenidos al paquete de apoyo financiero acordado a Irlanda por una cantidad global de €22,5 billones. Posteriormente se acordó un paquete de ayuda a Portugal por un total de €26 billones provenientes de este mecanismo

5.3.2. Programa de Balanza de Pagos

Bajo el Programa de Balanza de Pagos la Unión Europea provee asistencia financiera a países miembros de la UE que no han adoptado el euro y que se encuentran seriamente amenazados por dificultades en su balanza de pagos. Desde el año 2009, Hungría, Letonia y Rumania han recibido asistencia a través de este programa que les ha proporcionado financiación a medio y largo plazo. La capacidad del programa es de €50 billones y a 30 de julio del 2013 el saldo vivo total de los préstamos otorgados bajo el mismo era de €12 billones³².

³² El programa de Balanza de Pagos ha efectuado préstamos a Hungría por un montante de €5,5 billones, a Letonia por €2,9 billones y a Rumania por €5 billones. Hungría ha reembolsado a 30/10/2013 un total de €2 billones sobre los préstamos recibidos de dicho programa.

5.3.3. Programa de Asistencia Macro-Financiera

El Programa de Asistencia Macro-Financiera es un programa de ayuda financiera con el fin de asistir a países no pertenecientes a la Unión Europea que se enfrentan a dificultades serias, en general a medio plazo, relacionadas con sus balanzas de pago o presupuestos. No existe una cantidad asignada sino que se toma la decisión de ayudar a un país concreto después de analizar su solicitud. A 30 de Junio del 2013 los préstamos vivos otorgados bajo este programa son de €600 millones.

6. Diferencias entre Instituciones Multilaterales de Desarrollo Europeas

En los epígrafes anteriores hemos presentado las diferentes Instituciones Financieras Internacionales europeas, dentro de las cuales se encuentran las Instituciones Multilaterales de Desarrollo europeas, o bancos supranacionales europeos. El objetivo de este epígrafe es el de, además de dar datos comparativos de las instituciones comunitarias, establecer las principales diferencias entre los bancos supranacionales europeos que con frecuencia superponen sus áreas de actuación y comparten objetivos comunes. Las diferencias entre las IFIS europeas, y concretamente entre bancos supranacionales europeos, conciernen principalmente a la composición del accionariado y al capital suscrito, a su objetivo prioritario, a la talla de sus balances, al modelo de gestión de activos que sigue cada una de ellas y al área geográfica de actuación.

6.1. Composición del accionariado y la estructura de capital

El accionariado de las Instituciones Financieras Internacionales está constituido por los países miembros. En el caso de las instituciones comunitarias su accionariado está compuesto por los países miembros de la Unión Europea y su estructura de capital corresponderá con la que sea aprobada en el momento de su creación. Las IFIS europeas no comunitarias son bancos de desarrollo que presentan una composición de su accionariado diferente de unos a otros. Esta composición vendrá determinada en gran medida por la zona geográfica en la que operen. Así, el Banco Europeo de Inversiones, banco supranacional comunitario, está constituido por los países miembros de la Unión Europea. El Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo

sin embargo cuenta con 60 países y dos instituciones intergubernamentales como miembros de su accionariado. El Banco de Desarrollo del Consejo de Europa está constituido por 40 de los países miembros del Consejo de Europa. El *Nordic Investment Bank* está constituido por ocho países miembros.

Para los diversos agentes participantes en los mercados financieros será muy importante conocer la composición del capital suscrito por los miembros de cada institución ya que la composición del capital en términos de calidad crediticia constituye uno de los principales criterios de calificación financiera tenidos en cuenta por las agencias de calificación. Así, cuanto mayor sea la participación de países con una calificación financiera AAA en el capital de una determinada institución, mayor será su garantía implícita de solvencia (S&P's, 2013).

La estructura de capital, como veremos en el siguiente capítulo es considerada de manera creciente a la hora de determinar la calificación de las IFIS. El capital desembolsado respecto al suscrito y el grado de compromiso de los países miembros respecto a las IFIS mediante la suscripción de aumentos de capital con cargo a reservas o con nuevas aportaciones dinerarias son tenidas en cuenta en las nuevas metodologías implementadas por las agencias de calificación.

6.2. Objetivo institucional prioritario

El objetivo último es general para todos los bancos de desarrollo, promover el crecimiento económico mediante la concesión de préstamos a largo plazo que fomenten el desarrollo sostenible. Sin embargo cada uno de ellos está especializado en un área geográfica, en una actividad socioeconómica o en ambas.

Así el BEI tiene como objetivo concreto la financiación de infraestructuras, el BERD la financiación de proyectos que fomenten el crecimiento en los países del Este promoviendo la transición a economías de mercado y el BDCE mantiene como objetivo la financiación de proyectos sociales que contribuyan a la mejora de las condiciones de vida y a la cohesión social dentro de sus Estados miembros. El NIB financia los sectores público y privados de sus países miembros.

6.3. Talla de balance

Una de las grandes diferencias encontradas al comparar los bancos supranacionales, tanto a escala europea como global, es su talla. Tomamos como indicador de talla el volumen total de activos ya que constituye una primera aproximación al peso de cada una de las instituciones dentro de los mercados financieros.

En la tabla 8 presentamos la talla de los activos de las IFIS europeas como indicador que refleja la importancia de sus actividades en términos de volumen. Igualmente incluimos sus calificaciones de riesgo a largo plazo así como sus coeficientes de ponderación de riesgo. La información relacionada con su riesgo financiero será considerada como indicadores de sus calidades crediticias y nos permiten establecer las diferencias existentes en términos de riesgo de crédito entre las diferentes IFIS.

Tabla 8. IFIS Europeas, Activos Totales y Calidad Crediticia (MAFs incluidos).

Instituciones Financieras Internacionales Europeas	Activos Totales a 31/12/2012	LT Rating Moody's/S&P/Fitch	Ponderación de Riesgo
Banco Europeo de Inversiones (BEI)	€ 567,8	Aaa/AAA/AAA	0%
Fondo Europeo de Inversiones (FEI)	€1,4	Aaa/AAA/AAA	0%
Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD)	€ 51,2	Aaa/AAA/AAA	0%
Banco de Desarrollo del Consejo de Europa (BDCE)	€ 26,9	Aaa/AA+/AA+	0%
Nordic Investment Bank (NIB)	€26	Aaa/AAA/AAA	0%
European Company For The Financing Of Railroad Rolling Stock (Eurofima) ³³	€ 23,7	Aaa/AA+/NR	0%
Comunidad Europea de la Energía Atómica (Euratom)	N/A	Aaa/AAA/AAA	0%
Comunidad Europea del Carbón y del Acero (CECA)	€2 ³⁴	Aaa/AAA/AAA	0%
Banco Central Europeo (BCE)	€ 3 018 ³⁵	Aaa/AAA/AAA	0%
Unión Europea (UE)	N/A	Aaa/AAA/AAA	0%
Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	N/A	Aa1/AA+/AAA	0%
Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)	N/A	Aa1/NR/AAA	0%

Fuente: Moody's, S&P's, Fitch

³³ Eurofima presenta su balance en francos suizos. Con el fin de que los datos sean comparables se presenta la cantidad equivalente en €. Tipo de cambio CHF/EUR a 31 de Diciembre 2012: 0.8118 al cierre de sesión.

³⁴ Volumen de activos a 31 de Diciembre del 2011.

³⁵ Activos consolidados del *Eurosystem*.

Constatamos la existencia de diferencias en cuanto a la calificación crediticia emitida por las agencias de calificación, todas ellas de origen no europeas. Sin embargo, el coeficiente de ponderación de riesgo, propuesto y asignado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB), es el mismo para todas las Instituciones Financieras Internacionales Europeas.

6.4. Modelo de gestión de activos

El modo de gestionar tanto activos como pasivos constituye una diferencia significativa entre IFIS. La gestión de los recursos financieros, especialmente el trato que recibe la gestión de las carteras de inversión y de la liquidez, podrá considerarse como una de las diferencias principales de estas instituciones tanto a la hora de identificar su participación en los mercados financieros como al considerar sus estrategias de financiación, inversión o política de préstamos.

La actividad financiera del BERD, dentro de las IFIS europeas, puede considerarse como la realizada con una mayor capacidad de aceptación de riesgo con el objetivo de obtener mayores rentabilidades en las inversiones efectuadas en activos financieros. Sus operaciones de inversión siguen una estrategia financieramente agresiva que en ocasiones ha significado pérdidas en el cierre de un ejercicio concreto aunque en otras, esta misma política de inversión, ha proporcionado en ciertos ejercicios beneficios proporcionalmente mayores a los obtenidos por las demás instituciones supranacionales europeas.

El BEI y el BDCE pueden ser considerados como instituciones más homogéneas a lo largo del tiempo en sus resultados, con una mayor aversión al riesgo y por lo tanto, más conservadoras en la gestión de sus recursos propios.

El volumen de la cartera de préstamos respecto a los activos totales constituye un indicador pertinente ya que esta proporción puede variar mucho de unos bancos de desarrollo a otros. El punto en el que se encuentre esta relación puede ser reflejo tanto de la estrategia de gestión de los recursos como del comportamiento de cada institución frente al riesgo financiero.

Por otro lado, un banco con carteras de inversión y liquidez importantes puede reflejar dificultad para encontrar proyectos a financiar o simplemente una política bajo la cual se pretenda mantener importantes disponibilidades liquidas con objeto de conseguir una alta solidez financiera que conlleve calificaciones de riesgo favorables.

6.5. Área geográfica de actuación

El área geográfica de actuación constituye una diferencia importante ya que algunas IFIS financian proyectos de desarrollo únicamente destinados a los países miembros mientras que otras pueden hacerlo más allá de las fronteras de su accionariado. El BDCE entraría dentro del primer caso y el BEI y el BERD en el segundo.

7. Relación entre IFIS Europeas e instituciones políticas

La nomenclatura de las diferentes instituciones supranacionales europeas, la proximidad de sus objetivos y su relación con las instituciones comunitarias pueden hacer difícil su identificación correcta.

El propósito de este epígrafe es el de clarificar los aspectos que llevan a confusión de manera recurrente dada la relación entre las instituciones financieras y las instituciones políticas que les dan origen.

Empezaremos abordando la relación entre Banco Europeo de Inversiones y Unión Europea. El BEI es la institución financiera de la UE y fue creado en 1958 por el Tratado de Roma con el objetivo de participar en el desarrollo equilibrado y estable de la Unión Europea.

La institución disfruta de personalidad jurídica propia y autonomía financiera dentro del sistema comunitario. Como institución de la UE adapta sus actividades a la evolución de las políticas comunitarias y participa en el reto de construir una Europa integrada en términos económicos y de cohesión social.

Recuadro 4. El Fondo Europeo de Inversiones.

El Fondo Europeo de Inversiones (FEI) es una institución financiera internacional comunitaria que ha de ser identificada independientemente de los accionistas que constituyen su capital. El FEI está formado por el BEI, que mantiene un 62,1% de participación, la Comisión Europea con un 30% y 24 instituciones financieras que entre todas representan un 7,9% del capital de la institución.

Las instituciones financieras privadas que participan en el FEI pertenecen todas a países miembros de la UE con la excepción de las instituciones financieras de Turquía (EIF, 2013).

El accionariado del fondo es por tanto una estructura que combina inversores públicos y privados con el objetivo de conceder financiación a largo plazo en proyectos de capital-riesgo que mejoren la competitividad de las industrias europeas. Ambas instituciones, Banco Europeo de Inversiones y Fondo Europeo de Inversiones constituyen el Grupo Banco Europeo de Inversiones.

Las IFIS europeas no tienen relación jerárquica alguna con el Banco Central Europeo. El BCE se diferencia completamente de las IFIS europeas, con el desarrollo económico como objetivo prioritario, ya que es el banco central de la moneda única europea y está formado por los países de la Unión Europea que han adoptado el euro desde su lanzamiento en 1999.

Con la adhesión de Letonia a la Eurozona a partir de enero del 2014 son dieciocho los países integrantes del Banco Central Europeo³⁶, que tiene como objetivo el mantener una política monetaria orientada hacia la estabilidad de precios en el área del euro.

El BCE fue creado en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria como institución con personalidad jurídica propia. Los órganos rectores del Banco Central Europeo gobiernan el Sistema Europeo de Bancos Centrales formado por el propio Banco Central Europeo y los Bancos Centrales Nacionales con el objetivo de ejecutar la política monetaria de la Unión Europea (Hanspeter, 2004).

³⁶ Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Luxemburgo, Malta, Países Bajos y Portugal.

Recuadro 5. Diferencias entre Consejo Europeo y Consejo de Europa.

Es conveniente clarificar el origen y objetivos del Consejo Europeo y el Consejo de Europa.

El Consejo Europeo es una de las instituciones fundamentales de la Unión Europea. Está formado por los jefes de Estado y de Gobierno de la UE, el presidente de la Comisión Europea, los miembros de Asuntos Exteriores correspondientes y un miembro de la Comisión. Constituye el máximo órgano político de la Unión Europea y promueve las grandes orientaciones políticas y económicas así como la marcha de la integración.

El Consejo de Europa por su parte, fue creado el 5 de Mayo de 1949 por el Tratado de Londres con el objetivo de defender los derechos humanos, promover la democracia y el funcionamiento de la ley. Es una institución no comunitaria basada en Estrasburgo y fundada por diez países que actualmente cuenta con 47 miembros entre los cuales se encuentran los países pertenecientes a la Unión Europea. El Consejo de Europa ha fomentado una serie de acuerdos parciales entre sus países miembros entre los que se encuentra el acuerdo que da origen al Banco de Desarrollo del Consejo de Europa

El Banco de Desarrollo del Consejo de Europa (BDCE), con sede en Paris, es una institución legal y financieramente independiente que tiene su origen en un Acuerdo Parcial entre los países miembros del Consejo de Europa y está sujeto a su autoridad. El acuerdo que da nacimiento al Banco de Desarrollo del Consejo de Europa fue firmado por ocho países el 16 de abril de 1956 siendo la decisión de formar parte del banco propia de cada uno de los países miembros del Consejo de Europa. El ser miembro del Consejo de Europa es requisito previo para poder serlo (BDCE, 1999).

En lo que respecta a los Mecanismos de Ayuda Financiera, todos ellos tienen su origen en acuerdos establecidos por los países miembros de la Unión Europea y su operatividad depende íntegramente de la aplicación de dichos acuerdos dentro de la normativa de los tratados europeos.

Como ejemplo, desde un punto de vista operacional, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) no puede prestar directamente a las instituciones para la recapitalización del sector

bancario hasta que una serie de medidas sean acordadas e implementadas por los países miembros de la Unión Europea. Así, en la reunión del Consejo Europeo de octubre del 2013 se especifica que para que el MEDE tenga la capacidad de recapitalizar directamente a las instituciones bancarias, habrá de establecerse primeramente el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) como parte integrante del marco institucional de la Unión Europea. Este mecanismo, junto con la *European Banking Authority* constituyen dos elementos claves hacia el establecimiento de una Unión Bancaria en Europa, pero también es necesario el establecimiento de un Mecanismo Único de Resolución (MUR) para su eficiente funcionamiento (Council of the EU, 2013).

8. Conclusión del primer capítulo

Ante la falta de una fuente oficial que proponga una clasificación que incluya todas las instituciones de interés al elaborar la presente Tesis, en este primer capítulo hemos propuesto una clasificación que permite la identificación de las Instituciones Financieras Internacionales con participación en los mercados internacionales de capital. Dicha clasificación incluye 29 organismos de los cuales 10 son europeos. Siendo las IFIS europeas el centro de estudio de esta Tesis, la clasificación de IFIS realizada nos permite identificar dos grupos de instituciones europeas con claras diferencias. El primero corresponde a las instituciones creadas con el objetivo de potenciar la cooperación entre países europeos en un área económica determinada, como la Comunidad Europea de la Energía Atómica o la Comunidad Europea del Carbón y del Acero. El segundo grupo lo constituyen las instituciones multilaterales de desarrollo, bancos supranacionales europeos, que desde el punto de vista de su participación en los mercados de capital son de especial relevancia por su regularidad y volumen. Entre estas instituciones se encuentran el Banco Europeo de Inversiones y el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo.

Dentro del ámbito europeo tratamos de manera diferenciada, dada la particularidad de sus objetivos, los Mecanismos de Ayuda Financiera de la Eurozona. Diferenciamos dentro de estas estructuras europeas de apoyo financiero, originadas con el propósito de colaborar a la consecución de un sistema financiero europeo estable, entre las que efectúan emisiones de deuda por sí mismas (FEEF, MEDE) y las que lo hacen a través de la Unión Europea (MEEF).

Para comprender la importancia de las IFIS como agentes de mercado es necesario conocer el sector financiero en el que operan. Para ello, hemos de analizar este colectivo financiero y sus operaciones dentro de los mercados internacionales de capital como parte integrante del sector constituido por emisores sub-soberanos, supranacionales y agencias (SSA). Con el fin de que la actividad de las IFIS sea fácilmente comparable con el sector dentro del que efectúan sus transacciones financieras proponemos una segunda clasificación, la de agencias nacionales, que incluye 60 instituciones repartidas entre 17 países, de los cuales 12 son europeos. Del total de agencias incluidas en nuestra clasificación, 42 son europeas.

Al analizar las agencias nacionales, ponemos de manifiesto que además de los Mecanismos de Apoyo Financiero europeos se han llevado a cabo una serie de iniciativas a nivel nacional para apoyar la estabilización de los sistemas financieros y bancarios de un número importante de países europeos. Así, Francia, Alemania y España han creado agencias nacionales con el objetivo de absorber el impacto en sus sistemas bancarios ocasionado por instituciones con problemas graves de liquidez y solvencia.

Dentro de este capítulo hemos analizado los aspectos fundamentales de las IFIS europeas y hemos establecido las diferencias existentes entre ellas con atención especial otorgada a los bancos supranacionales. Las relaciones que guardan entre ellas, así como con las entidades políticas europeas, han de ser consideradas para entender plenamente el funcionamiento de las IFIS.

CAPÍTULO 2 – ÁMBITOS OPERACIONALES Y GESTIÓN DE RIESGOS EN LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES

1. Introducción al segundo capítulo

En el segundo capítulo empezamos por establecer los dos grandes ámbitos operacionales de las IFIS, la financiación de proyectos de desarrollo y las operaciones financieras en los mercados de capital. La presente Tesis tiene como objetivo el estudio de la relación entre IFIS y mercados internacionales de capital, por ello será el segundo ámbito operacional al que dediquemos especial atención. Las diferentes actividades llevadas a cabo por las IFIS impactaran en el crecimiento económico a escala nacional, regional o global. Exponemos las características de sus diferentes actividades y veremos como la presencia de las IFIS en los mercados de capital se materializa principalmente mediante las actividades de financiación, tesorería, inversión y cobertura.

Seguidamente abordaremos el concepto de riesgo como aspecto determinante de toda actividad financiera. Antes de analizar la gestión de riesgos por parte de las IFIS, establecemos el marco regulatorio de los diferentes riesgos financieros con especial atención en los cambios regulatorios acontecidos tras la última crisis financiera.

Centrándonos en Europa, veremos cómo las reformas emprendidas tienen un doble aspecto, el macro-prudencial y el micro-prudencial. Las iniciativas globales en cuanto a regulación de capital y liquidez de las instituciones bancarias suponen cambios importantes en sus estrategias de gestión de riesgos. Dichas iniciativas tendrán como objetivo la estabilidad del sector bancario y de los mercados financieros al mismo tiempo que la minimización el riesgo sistémico. En cuanto a la regulación del riesgo de crédito al que se encuentra expuesta cada institución bancaria, observamos cómo los reguladores globales prestan especial atención a los riesgos de crédito asociados con los productos derivados (De Servigny, 2001).

Después de abordar los cambios regulatorios, observamos como la relación entre IFIS y mercados de capital no puede ser entendida sin analizar la manera de integrar en sus operaciones financieras el concepto de riesgo. Expondremos la importancia del concepto de riesgo y se verá como su gestión repercute en la forma de financiarse de cada emisor. La calidad crediticia de las IFIS constituye un criterio determinante a la hora de obtener los recursos financieros que necesitan para financiar sus actividades de préstamo a un coste de financiación competitivo.

Para mantener una calidad crediticia elevada, es esencial el apoyo de los países miembros de cada organización a través de su participación en el capital y una adecuada gestión de los riesgos financieros a los que se encuentran expuestos los activos de la institución. Incluimos la composición del capital dentro de la gestión de riesgos en las IFIS debido a que será un componente determinante para la base de inversores que compran sus bonos a la hora de valorar el riesgo de crédito al que se exponen. Las IFIS, harán lo necesario para mantener una estructura de capital que les permita minimizar su propio riesgo de crédito para así acceder a los mercados de deuda al mínimo coste posible. Seguidamente se analizan los principales riesgos financieros a los que se encuentran expuestas las IFIS, otorgando especial atención a los de mercado, crédito y liquidez.

Terminamos este segundo capítulo analizando la calidad crediticia del sector SSA en su conjunto. Para ello abordamos primero la relación existente entre el sector SSA y las tres principales agencias de calificación financiera para, seguidamente, establecer cuáles son los criterios de ponderación de riesgo a los que se somete el sector bajo los criterios de la nueva reglamentación financiera internacional.

2. Ámbitos operacionales

El dominio de actuación de las IFIS no ha de limitarse a sus operaciones de financiación de proyectos. Si bien es cierto que los préstamos que realizan tienen un impacto importante en el crecimiento económico de los países beneficiarios, sus actividades financieras en los mercados internacionales de capital influyen no solo en las condiciones de dichos préstamos sino también en el propio sistema financiero internacional.

Como veremos a lo largo de esta Tesis, en periodos de alta volatilidad e incluso de cierre de los mercados, las IFIS han podido obtener financiación en los mercados de capital. Gracias a su alta calidad crediticia han sido las primeras instituciones en emitir bonos tras periodos prolongados de ausencia de actividad en los mercados de deuda, siendo estos periodos de cierre consecuencia de la alta aversión al riesgo por parte de los inversores en periodos de incertidumbre. Además, han actuado como intermediarios financieros capaces de canalizar recursos hacia países e instituciones que no podían financiarse por sí mismos dentro de la coyuntura de crisis económica y financiera que atravesaban.

Recuadro 6. Ámbitos operacionales de las IFIS.

Los dos ámbitos operacionales principales de las IFIS son:

1. La actividad de financiación de proyectos de desarrollo.
2. Las operaciones financieras en los mercados de capital.

El primero se materializa a través de la actividad de préstamo de las IFIS y el segundo se desarrolla a través de su actividad financiera. Esta actividad financiera se efectúa a través de los mercados internacionales de capital y permite a las Instituciones Financieras Internacionales obtener y gestionar los recursos financieros necesarios para alcanzar sus objetivos.

Nuestro objetivo en este apartado es el de completar la visión generalmente parcial de las IFIS y especialmente de los Bancos Multilaterales de Desarrollo. Estas instituciones son

frecuentemente contempladas desde la óptica social, lo que hace que únicamente se consideren sus objetivos de financiación de proyectos de desarrollo al ser analizadas. Sin embargo, como describimos a continuación, las IFIS desarrollan diferentes actividades a través de los mercados financieros internacionales que afectan tanto al desarrollo de una economía concreta como al de la economía global.

2.1. Financiación de proyectos de desarrollo

El fin último de las IFIS es el de proporcionar financiación a largo plazo para poner en marcha proyectos que ayuden al crecimiento económico de las regiones en las que desarrollan sus actividades. La selección y seguimiento de estos proyectos será determinante a la hora de evaluar su apoyo al crecimiento, la buena utilización de los recursos y la correcta canalización de los mismos para que sean aplicados de manera óptima. Por lo tanto, las IFIS deberán estudiar atentamente los proyectos en los que invertir y el perfil de las instituciones con las que colaborar de tal manera que todos los riesgos financieros del proyecto a financiar sean gestionados eficientemente.

En el ámbito europeo y como consecuencia de la última crisis financiera, además de haberse producido cambios en la gestión de proyectos de las IFIS europeas tradicionales con el fin de proporcionar apoyo a los diferentes agentes económicos para salir de ella, han surgido las agencias europeas de apoyo financiero. Como hemos visto en el capítulo anterior, estas agencias en lugar de financiar proyectos concretos con el objetivo de propiciar el crecimiento económico, financian a países con dificultades para hacerlo por sí mismos y mantienen el objetivo de conseguir unos mercados financieros estables.

De manera general, los criterios bajo los cuales se elegirán los proyectos y las políticas de préstamos se estructuran en torno a una serie de prioridades operacionales que incluyen el crecimiento económico, el desarrollo regional, la cohesión social, la mejora y protección del medioambiente, la mejora de las condiciones de vida y el apoyo a la pequeña y mediana empresa como fuente generadora de riqueza. El propio carácter estatutario de las instituciones supranacionales junto con la presión de los diferentes grupos afectados por su actividad, hacen que los proyectos financiados sigan de manera creciente una lógica en la que prima la búsqueda del valor añadido, la transparencia y la responsabilidad social. En este sentido, además de la factibilidad económica y técnica de los proyectos será de vital importancia que

los mismos sean viables dentro de una perspectiva de responsabilidad social y medioambiental, criterios cuya consecución constituye uno de los objetivos prioritarios de las IFIS. Entre los criterios que determinan la elección de un proyecto, las instituciones multilaterales de desarrollo incluyen la posibilidad de poner en práctica políticas que garanticen la procedencia de los bienes y servicios necesarios para realizar el proyecto financiado. Para ello, controlarán calidades y precios, las primeras habrán de corresponder a los requisitos técnicos del proyecto y los segundos además de ser los estipulados tendrán que encontrarse en relación con los precios de mercado. Además, el momento de ejecutar la prestación debe de ser el correcto, sin que se incurra en retrasos injustificados. Las medidas anteriores son integradas de manera creciente en los estándares operacionales de los organismos de financiación (EIB, 2004a; 2005b; 2005c; 2005d).

Las IFIS favorecen proyectos en los que se potencia el desarrollo sostenible, siendo preferentes aquellas necesidades de financiación provenientes de las regiones más desfavorecidas, las que mejor protejan el medioambiente rural y urbano, las que mejoren la calidad de vida, las que promuevan el desarrollo y la innovación, las que se dirijan a la educación y la formación profesional y las que tengan por objetivo el aumento del empleo. Estas prioridades serán ordenadas según los objetivos de cada IFI y la financiación se distribuirá entre ellas de la manera más oportuna posible con el objetivo de maximizar los recursos financieros de la institución a la hora de financiar proyectos por área de actividad y región. Así mismo, vemos como algunas de las IFIS han ampliado su ámbito geográfico de actuación. En el caso del BEI sus miembros aumentan al aumentar los países que forman parte de la Unión Europea (EIB, 2004b). En otros casos, como el del BERD, el aumento del área geográfica de actuación es consecuencia de una decisión de gestión (EBRD, 2013a).

Se observa que además de la financiación creciente de proyectos concretos destinados al medioambiente, son preferentes los proyectos que a pesar de no dirigirse directamente a este objetivo, influyen positivamente en su mejora y mantenimiento. Los bancos de desarrollo dan especial importancia en este terreno a proyectos de energía renovable, protección de la naturaleza y recursos naturales, ayuda en catástrofes naturales que afecten directamente al entorno y a las condiciones de vida, reducción del impacto de las condiciones medioambientales en la salud pública, tratado de basuras, transportes y mejoras urbanas. En lo que se refiere a su impacto social, los proyectos habrán de tener en cuenta los intereses de las poblaciones afectadas, tomándose en consideración los aspectos sociales de los mismos y

constatándose, de manera progresiva, una mayor relevancia de proyectos que impliquen una mejora del bienestar social. La financiación social puede ser directa o indirecta mediante proyectos que mejoren los ingresos de los más desfavorecidos o su acceso a servicios sociales y económicos. Dentro del contexto del desarrollo social el Banco de Desarrollo del Consejo de Europa tiene especial importancia al constituir la cohesión social su objetivo prioritario, dando carácter prioritario a la financiación de proyectos de carácter social en Europa Central y del Este dentro de su plan de acción 2010-2014 (CEDB, 2005; 2009).

Los proyectos financiados por los bancos supranacionales europeos cuentan con una fase de seguimiento que comienza después de realizarse las primeras aportaciones monetarias y en la que se realizan las auditorías pertinentes. La evaluación de las operaciones se efectúa con el objeto de aportar la transparencia necesaria y exigida por los órganos de gobierno de las instituciones así como por otros agentes económicos o sociales afectados por su actividad. La evaluación de los proyectos se efectuará individualmente y cada uno de ellos será estudiado por un grupo de expertos competentes divididos por área temática, sector y región. La financiación de los proyectos suele realizarse en cascada, debiendo cumplirse los objetivos establecidos en cada fase antes de poder disfrutar de los fondos necesarios para emprender la siguiente.

De este modo, si los criterios económicos de desarrollo sostenible o de responsabilidad social no son cumplidos, el cese de la financiación es inmediato. Para el buen seguimiento de los proyectos financiados, las estructuras de auditoría son importantes, por lo que se cuenta con comités de auditoría, auditorías internas y externas. En ciertos casos, si la naturaleza del proyecto lo requiere, al estar implicados fondos comunitarios, se realizará también una auditoría llevada a cabo por el Tribunal de Cuentas Europeo (TCE)³⁷. Esta estructura revisará regularmente la eficacia y eficiencia de las operaciones, actividades, políticas y procedimientos. El cumplimiento de los criterios de transparencia exigidos deberá ser garantizado por la publicación periódica de los informes pertinentes que serán complementados por información ofrecida de manera voluntaria con el objetivo de aumentar la transparencia más allá de lo estrictamente reglamentario.

³⁷ La misión del Tribunal de Cuentas Europeo es contribuir a mejorar la gestión financiera de la UE, fomentar la transparencia y la rendición de cuentas y asumir el papel de guardián independiente de los intereses financieros de los ciudadanos de la Unión. En su calidad de auditor externo de la UE, el Tribunal de Cuentas Europeo verifica que los fondos comunitarios se han contabilizado correctamente y se gastan de conformidad con la reglamentación y normas vigentes y con la perspectiva de optimizar recursos.

2.1.1. Cooperación entre IFIS en la financiación de proyectos de desarrollo

El ámbito de cooperación más frecuente entre IFIS es el de financiación de proyectos de desarrollo. Generalmente las IFIS no pueden financiar la totalidad de un proyecto concreto sino hasta un máximo del 50% del mismo (EIB; CEDB, 2013a), lo que en numerosas ocasiones les lleva a cofinanciar proyectos. Para facilitar la labor de cofinanciación cuentan con acuerdos de cooperación entre instituciones financieras internacionales, los *Memorandums of Understanding* (MoU). Estos acuerdos pueden referirse a un área geográfica determinada o a una actividad concreta, pueden ser bilaterales o multilaterales y pueden estar vinculados a proyectos dentro o más allá de los países miembros de las instituciones que lo firman. Los MoU expresan una línea de acción común entre las partes firmantes y no implican un compromiso legal.

Entre los muchos acuerdos de este tipo existente citamos el firmado entre la Comisión Europea, el Banco Europeo de Inversiones junto al Fondo Europeo de Inversiones y el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo en el año 2011. El memorándum establece el marco de cooperación entre las instituciones para sus actividades fuera de la Unión Europea y tiene como objetivo mejorar el impacto de sus operaciones. Esta mejora en la calidad de sus servicios ha de impactar positivamente tanto a los beneficiarios de los proyectos como a los accionistas de las instituciones de desarrollo (EBRD, 2011).

En ocasiones, la colaboración entre IFIS afecta a la actividad de financiación de alguna de ellas. Una IFI puede recibir financiación directa en forma de préstamo proveniente de otra IFI o de una agencia nacional. Los fondos así recibidos son asignados a la financiación de proyectos que pertenecen a un sector o a una tipología de proyectos determinada de antemano. Así, la institución prestamista colabora con la prestataria y, aunque no financie directamente el proyecto final, si lo hace indirectamente.

Este mecanismo puede llevarse a cabo con carácter recíproco según sea el acceso de las instituciones a los mercados de capital o a una categoría determinada de proyectos a financiar. De este modo, la reciprocidad puede ser ocasionada por el mejor posicionamiento de una de las instituciones para identificar y financiar una tipología de proyectos prioritarios o por una evolución del coste de financiación de las instituciones financieras prestatarias.

En el segundo caso, la evolución de las condiciones de mercado y de calidad crediticia de los emisores puede ocasionar un cambio en el coste de financiación relativo entre instituciones. Si tenemos dos instituciones, X e Y, cuyos costes de financiación son CF_x y CF_y , lo podemos expresar de la siguiente manera:

- Si $CF_x = CF_y$; no existe ventaja competitiva
- Si $CF_x < CF_y$; X prestamista de Y
- Si $CF_x > CF_y$; X prestatario de Y

De este modo, si $CF_x < CF_y$ en “n”, X prestará a Y en “n”. Si las condiciones de los mercados y de las entidades emisoras evoluciona con el resultado de que $CF_x > CF_y$ en “n+1”, la relación se invertirá.

Recuadro 7. Financiación del ICO a través de sector SSA en el año 2013.

Ante una coyuntura económica determinada, la voluntad de apoyar una economía concreta puede ocasionar la colaboración entre instituciones del sector SSA. Así, el Gobierno Español en el año 2013, con el objetivo de obtener apoyo financiero de diferentes fuentes europeas con un coste de financiación más competitivo que el suyo, estableció una serie de acuerdos con el objetivo de obtener financiación competitiva para las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) españolas.

Así, en julio del 2013, la mayor agencia alemana dedicada al desarrollo económico, *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW), junto con el Instituto de crédito Oficial, presenta un acuerdo de €1,6 billones, con una contribución de €800 millones por parte de cada una de las dos instituciones, con el fin de ayudar a resolver los problemas de financiación y liquidez experimentados por las PYMES³⁸ españolas (M^o de Economía y Competitividad, 2013). Persistiendo en el objetivo de mantener y crear empleo como vía de potenciar el crecimiento de la economía española, el ICO recibe de KfW un segundo préstamo en diciembre del mismo año por un montante de €200 millones (ICO, 2013).

³⁸ Hasta 250 empleados.

Recuadro 7. Continuación.

La contribución a la creación de empleo en las PYMES españolas de la agencia alemana a través del ICO alcanzó por tanto €1 billón en el año 2013.

Siguiendo la misma estrategia de financiación el ICO firma con el Banco Europeo de Inversiones tres operaciones en el año 2013. La primera en el mes de mayo por un montante de €500 millones, la segunda en el mes de septiembre por un total de €500 millones y la tercera en noviembre y de €1 billón. Esta última operación supone el mayor préstamo hasta la fecha otorgado por el BEI a una institución financiera de la Unión Europea para la financiación de las PYMES. Los fondos serán destinados a facilitar el acceso a la financiación bancaria de las PYMES y, en menor medida, a empresas de mediana capitalización³⁹. El BEI, como institución de financiación a largo plazo de la Unión Europea cuyos accionistas son sus Estados miembros, cumple sus objetivos a través de este préstamo facilitando financiación a largo plazo a proyectos de inversión viables con el fin de contribuir al logro de los objetivos de la política de la UE (BEI, 2013).

Por último, el Banco de Desarrollo del Consejo de Europa otorga al ICO un préstamo para la financiación de PYMES españolas de €300 millones en noviembre del 2013 (CEDB, 2013b).

2.2. Operaciones financieras en los mercados internacionales de capital

Las IFIS, como instituciones financieras que son, además de constituir una fuente de financiación de proyectos de desarrollo, participan en los mercados internacionales de capital a través de diferentes actividades. Las transacciones financieras efectuadas por las IFIS son realizadas dentro de las políticas internas establecidas por cada una de ellas respetando las prácticas financieras del sector en el que operan. Así mismo, siguen los criterios éticos incluidos en sus códigos de conducta, existiendo además una serie de sistemas de control a la hora de efectuar el registro y gestión de cada una de las operaciones efectuadas, todas ellas con repercusión directa en los estados financieros de la organización. El seguimiento de las

³⁹ Hasta 3000 empleados.

operaciones financieras se realiza por cada uno de los departamentos con los que están relacionadas así como por los auditores internos y externos de cada organización (EIB; EBRD, 2013a).

Las operaciones financieras realizadas por las IFIS en los mercados de capital pueden englobarse en cuatro grupos bien diferenciados. El primero está constituido por las operaciones de financiación a largo plazo. El segundo está constituido por las operaciones de tesorería a corto plazo destinadas a gestionar la liquidez de la institución, en este grupo incluimos tanto inversiones como financiación a corto plazo. El tercero está integrado por las operaciones de inversión a largo plazo. El cuarto está constituido por la actividad de cobertura de riesgos financieros mediante la utilización de productos derivados asociados a las operaciones anteriores.

2.2.1. Operaciones de Financiación a Largo Plazo

La financiación a través de aportaciones de los países miembros en forma de cuotas anuales no es una práctica habitual en las IFIS europeas. Los países miembros, en el momento de convertirse en accionistas, suscriben el capital de la institución y desembolsan una parte del capital que les corresponde. El resto del capital, suscrito pero no desembolsado, constituye la última garantía de la entidad cara a sus compradores de deuda en caso de que esta atraviese dificultades financieras.

Por lo tanto, al estar limitadas las aportaciones de sus accionistas al capital desembolsado, las IFIS financian sus actividades a través de los mercados internacionales de capital. Esta financiación puede ser en forma de préstamos o de emisiones de bonos, siendo las segundas de mayor frecuencia y volumen.

En lo que respecta a la gestión del capital desembolsado, este se gestiona a través de las carteras de inversión de las IFIS siguiendo estrategias que pueden diferir sustancialmente de unas a otras. Por otra parte, y si bien para las IFIS la maximización del beneficio no es el objetivo fundamental, sí que persiguen la consecución de un beneficio moderado en su actividad, que llevado a reservas voluntarias, les permita aumentar y mejorar la estructura de capital de la institución. Una estructura de capital sólida permite adoptar diferentes estrategias

institucionales, desde aumentar el volumen de la cartera de préstamos, hasta disminuir el ratio de endeudamiento, pasando por otorgar mayor capital a las carteras de inversión o préstamo con el fin de mantener o mejorar la calidad crediticia de una institución. De este modo, financiándose a través de los mercados de capital y obteniendo unos beneficios moderados que no son repartidos en forma de dividendos sino destinados a capitalizar la institución, las IFIS pueden llevar a cabo sus objetivos sin que su dependencia respecto a sus Estados miembros vaya más allá de la suscripción del capital y la garantía sobre el capital suscrito y no desembolsado.

Asistimos así a un proceso de autofinanciación por el cual los beneficios son destinados a aumentar los fondos propios, permitiendo el crecimiento o consolidación de las carteras de préstamo. Las actividades bancarias de inversión y préstamo serán financiadas a través de los mercados internacionales de capital mediante la emisión de títulos negociables por lo que la actividad de financiación está estrechamente ligada a la eficacia de las IFIS. En este grupo de operaciones incluimos todas las transacciones de financiación a largo plazo de las IFIS, es decir con vencimiento superior a un año. Las transacciones de financiación con vencimiento inferior a un año son consideradas como parte de la gestión de tesorería a corto plazo.

2.2.2. Operaciones de Tesorería

Las operaciones de tesorería ejecutadas por las IFIS incluyen dos grupos de transacciones bien diferenciados. El constituido por las transacciones de inversión a corto plazo destinadas a gestionar la liquidez de la institución y el integrado por las operaciones de financiación a corto plazo destinadas a cubrir necesidades de liquidez.

Con la disponibilidad de liquidez, las IFIS realizan depósitos bancarios, operaciones repo y compran títulos negociables u otros activos a corto plazo hasta el momento en que los recursos sean asignados a un proyecto concreto. Además de gestionar los recursos en espera de ser asignados, la actividad de tesorería gestiona los colchones de liquidez de la institución que son de mayor cuantía desde la última crisis financiera. Según sean las condiciones de mercado y los volúmenes de liquidez gestionados, esta actividad podrá contribuir al beneficio de la institución o ser un centro de coste. En este último caso, la institución estará dispuesta a sufrir una pérdida por mantener un nivel de liquidez alto que garantice que puede honrar sus

compromisos si los mercados de capital se encuentran cerrados u ofrecen condiciones de financiación poco favorables.

A través del mercado interbancario o de los programas de emisión de deuda a corto plazo⁴⁰, los bancos supranacionales pueden obtener recursos a corto plazo para optimizar la gestión de su balance. Así, podrán emitir a corto plazo para mantener la tesorería a corto plazo deseada o cuando los mercados a largo plazo sean de difícil acceso. En el caso de mercados poco desarrollados donde las posibilidades de emisión a largo plazo son limitadas podrán efectuar emisiones a menos de un año para cubrir una necesidad de financiación puntual.

2.2.3. Operaciones de Inversión a Largo Plazo

En numerosas ocasiones las IFIS cuentan con carteras de Inversión a largo plazo que pueden ser principalmente de dos naturalezas principales, las destinadas a la gestión de los recursos propios y las destinadas a la inversión en activos de alta calidad crediticia. La primera cartera es financiada con el capital desembolsado y las reservas de la institución, la segunda a través de las fuentes que financian sus actividades, es decir, principalmente mediante la emisión de deuda.

Estas carteras de inversión constituyen una fuente importante de ingresos que son reinvertidos en la institución mediante la constitución de reservas voluntarias. Permiten además mantener el capital y la liquidez necesarias que garanticen una calidad crediticia óptima para los inversores.

2.2.4. Operaciones de cobertura

Las IFIS efectúan sus transacciones en diferentes divisas y a un tipo de interés que puede ser fijo o variable. Para que su gestión de activos y pasivos conlleve el mínimo riesgo posible sobre tipo de interés y sobre tipo de cambio, efectúan transacciones de cobertura utilizando

⁴⁰ Principalmente a través de *Euro Comercial Paper* (ECP) o Certificados de Depósito (CD).

productos derivados. Las IFIS son utilizadores finales de dichos productos derivados y no efectúan con ellos transacciones de carácter especulativo.

Para la ejecución de sus transacciones de cobertura, las IFIS utilizan contratos colaterales con los que minimizar el riesgo de crédito de sus contrapartidas. Generalmente estos contratos son unilaterales, recibiendo las IFIS una garantía colateral en forma de efectivo o bonos cuando soporta un riesgo de crédito sobre la contrapartida en la valoración a precio de mercado del contrato derivado. Sin embargo, en situación contraria, la IFI no entrega colateral en garantía de su riesgo de crédito. Tras la crisis financiera y debido a la nueva reglamentación internacional en materia de productos derivados la situación ha evolucionado y algunas IFIS están planteándose la aceptación de contratos bilaterales.

3. El Concepto de Riesgo

El riesgo constituye uno de los elementos fundamentales de cualquier decisión financiera y de él depende la rentabilidad recibida o pagada al entrar en una transacción. Por ello, para comprender el funcionamiento de las instituciones financieras internacionales, es imprescindible conocer los diferentes tipos de riesgos a los que están expuestas y el modo bajo el que los gestionan.

Los reguladores internacionales incluyen un número creciente de tipos de riesgos en los análisis bancarios y exigen a las instituciones financieras incluir dichos riesgos en sus cálculos de consumo de capital y en sus procesos de información. La trascendencia de esta tendencia en las instituciones financieras hace que las metodologías de gestión del riesgo sean un aspecto de plena actualidad en los mercados internacionales de capital.

3.1. Introducción al concepto de riesgo

El sistema bancario internacional ha experimentado grandes cambios estructurales en los últimos cuarenta años. Estos cambios han sido consecuencia de la evolución del propio negocio bancario pero también han ido estrechamente ligados a la coyuntura económica y financiera de cada momento. Se han efectuado gran número de fusiones, han desaparecidos

instituciones de primera línea, instituciones financieras han sido intervenidas por el Estado, la gama de productos ofrecida ha evolucionado y la globalización financiera ha aumentado incesablemente.

Desde la ruptura al final de los años sesenta del acuerdo de Bretton Woods⁴¹ la economía mundial vio crecer el comercio internacional y al mismo tiempo la presión inflacionista. El paso a un tipo de cambio flotante introdujo una fuerte volatilidad que origino un gran número de instrumentos de cobertura sobre el tipo de cambio⁴². Estos cambios también originaron volatilidad en los tipos de interés lo que llevo a la creación de un segundo grupo de herramientas de cobertura, los productos derivados destinados a cubrir el riesgo sobre tipo de interés⁴³. Ambos grupos han experimentado un constante crecimiento desde su creación (BIS, 2013a, 2013b), con la única excepción de los derivados sobre tipo de interés negociados en mercados organizados que a partir del año 2010 sufren un declive importante. Tanto derivados sobre tipo de interés como sobre tipo de cambio pueden ser negociados en mercados organizados o directamente por las contrapartidas utilizando contratos marco, estos últimos serán los llamados derivados *Over the Counter* (OTC).

Tabla 9. Volumen diario de negociación de Productos Derivados en billones de \$, abril 2013.

Instrumento	1998	2001	2004	2007	2010	2013
Derivados sobre tipo de cambio, <i>OTC</i>	1 527	1 239	1 934	3 324	3 971	5 345
Derivados sobre tipo de cambio, <i>Exchange-Traded</i>	11	12	26	80	155	160
Derivados sobre tipo de interés, <i>OTC</i>	265	489	1 025	1 686	2 054	2 343
Derivados sobre tipo de interés, <i>Exchange-Traded</i>	1 371	2 170	4 521	6 093	8 108	5 046

Fuente: Banco Internacional de Pagos

Los pronunciados cambios acontecidos en el sistema financiero internacional provocan sucesivas reformas regulatorias y hacen necesaria una adaptación tanto del concepto como de la gestión del riesgo. De este modo, la industria bancaria integra de manera progresiva el

⁴¹ Firmado en 1944, fijaba artificialmente los tipos de cambio internacionales. Los tipos de cambio se cambiaban en raras ocasiones con el permiso del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional. Estos, requerían normalmente que el país que devaluase su moneda adoptase estrictas medidas económicas que asegurasen la estabilidad futura de su moneda.

⁴² En 1972 *Chicago Mercantile Exchange* creó el *International Monetary Market*, primer mercado especializado en futuros sobre divisa y opciones sobre futuros en las principales monedas.

⁴³ Los primeros contratos de futuros sobre bonos a largo plazo aparecieron en 1975 en el *Chicago Board of Trade*.

análisis de los diferentes tipos de riesgo y se hace esencial su cuantificación para toda decisión de inversión. Así, el concepto de riesgo, que desde 1929 había sido regulado teniendo principalmente en consideración el llamado riesgo sistémico, comienza a tener otros aspectos en cuenta a la hora de ser analizado y gestionado.

El riesgo de crédito, a pesar de ser inherente al negocio bancario, es regulado por primera vez en el año 1988 con la creación, por parte del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, de un sistema común de medida del capital que permita la gestión de dicho riesgo de crédito (BCBS, 1988). Este acuerdo es conocido como Basilea I y tiene como objetivo la creación de un marco reglamentario que promueva la seguridad y solidez del sistema financiero internacional. El capital de los bancos tiene que estar adecuadamente relacionado con el grado de riesgo de sus posiciones y actividades, sin embargo, este no era el caso en el contexto desencadenante de la crisis de América Latina en los años ochenta, lo que ocasiono esta primera iniciativa reguladora por parte del Comité de Basilea. El acuerdo fue tomado con la intención de los miembros del comité de que fuese evolucionando e integrando la regulación progresiva de los diferentes riesgos bancarios, así en 1996 se acuerda una primera modificación que tiene en cuenta el riesgo de mercado en las carteras de trading (BCBS, 2005).

En el año 2004 se acuerda una nueva expansión del marco regulatorio que será conocida como Basilea II. Esta vez, a la reglamentación de los riesgos de crédito y mercado se le añade la del riesgo operacional. Por otra parte, se cambia la metodología de cálculo de capital mínimo requerido ya que bajo Basilea I los activos ponderados por riesgo se determinaban a partir de unos coeficientes predeterminados⁴⁴ y bajo Basilea II se hace teniendo en cuenta las calificaciones crediticias⁴⁵. En ambos casos, el capital mínimo requerido es el 8% (BCBS, 2004). La institución fundamenta sus recomendaciones en tres pilares: el primero consiste en la obligación de las instituciones de valorar el riesgo y de calcular el capital mínimo requerido, el segundo tiene carácter de supervisión y consiste en la validación por parte del Comité de Supervisión Bancaria de los resultados obtenidos, el tercero consiste en la comunicación de dichos resultados.

⁴⁴ Regla de ponderación de Basilea I: a los activos emitidos por países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) se les aplica como coeficiente de ponderación del riesgo el 0%, a los emitidos por bancos de la OCDE del 20% y a todos los demás del 100%.

⁴⁵ Los bancos podrán optar entre dos opciones, la opción standard, basada en las calificaciones de agencias de calificación externas y una segunda basada en calificaciones internas.

A partir del año 2008 se hace evidente la frágil situación del sistema bancario internacional, altamente endeudado y con bajas reservas de liquidez. El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea publica una serie de recomendaciones que se concretizan en Basilea III, acuerdo que integra el riesgo de liquidez y un aumento del capital mínimo requerido (BCBS, 2010). Este último habrá de representar como mínimo el 10,5% de los activos ponderados por riesgo antes del 1 de enero del 2019.

Una vez identificados los riesgos, el siguiente reto es su modelización. Con la evolución de los acontecimientos nuevos riesgos son identificados y los modelos han de ser adaptados. Ha quedado demostrado por los acontecimientos que tanto una falta de modelización de los riesgos como una errónea modelización puede ser fatal para una institución financiera. Milton Friedman (1953) defiende que los modelos solo han de ser evaluados en su capacidad predictiva y no en base a las suposiciones adoptadas. Esta afirmación queda demostrada en casos como el de Long-Term Capital Management, donde modelos muy complejos resultaron erróneos. La base del análisis de riesgos fue elaborada por Markowitz (1952) quien a partir de los años cincuenta desarrollo su teoría moderna de porfolio, bajo la asunción de un mercado de capital perfecto y una distribución normal de las tasas de retorno. Sharpe (1964) y Lintner (1965) añaden una asunción a la teoría de Markowitz, la existencia de un activo sin riesgo. La contribución de Modigliany y Miller (1958) respecto al coste de capital y la teoría de inversiones, que incluye el *Capital Adequacy Pricing Model* (CAPM), forma parte de los fundamentos del análisis y modelización de riesgos. En relación al análisis de riesgos de los productos derivados, el método de valorización de opciones propuesto por Black y Scholes (1973) sigue siendo un pilar de la valorización de los riesgos relacionados con los productos derivados. Las teorías desarrolladas por los autores citados guardan una estrecha relación con los modelos desarrollados por las instituciones bancarias y han servido de base teórica a los reguladores.

Siguiendo la clasificación propuesta por Crouhy, Galai y Mark (2001), el riesgo financiero puede ser dividido en seis tipologías: riesgo de mercado⁴⁶, riesgo de crédito, riesgo de liquidez, riesgo operacional, riesgo legal y regulatorio, y riesgo debido al factor humano⁴⁷. La

⁴⁶ Desde 1998 la Securities and Exchange Commission, regulador de Estados Unidos, exige ser informada por parte de todas las compañías que cotizan en bolsa sobre sus exposiciones de riesgo de mercado (SEC, 1997).

⁴⁷ El riesgo debido al factor humano se integra en la modelización del riesgo operacional.

correlación de los diferentes tipos de riesgo puede ser muy alta como lo han demostrado diversos desastres financieros acaecido durante los últimos decenios⁴⁸. A continuación expondremos como estos tipos de riesgo son integrados en la gestión de las IFIS.

3.2. La regulación del riesgo a partir del 2007

En el epígrafe anterior hemos visto como los cambios regulatorios sucesivos implementados tras las diferentes crisis financieras han originado importantes cambios en la gestión de las actividades financieras llevadas a cabo por las instituciones bancarias. La repercusión global de las crisis financieras ha ido creciendo a medida que el proceso de globalización se extendía, por lo que la adopción de normativas y regulaciones de carácter global ha crecido en importancia tras cada episodio de crisis.

A partir del año 2007 y tras las diferentes problemáticas a las que se han enfrentado los mercados financieros internacionales, se han desencadenado una serie de iniciativas regulatoras de aplicación global que afectan a productos, instituciones y mercados financieros. El fin último de toda regulación es el de obtener un sector financiero estable y robusto a través del cual fluya el crédito hacia la economía real como motor de crecimiento. Los diferentes procesos regulatorios lanzados en los últimos años han de mantener presente dicho objetivo. La reforma regulatoria actual tiene dos campos de actuación prioritarios para la consecución de dicho fin. El primero consiste en la creación de instituciones reguladoras y de supervisión mientras que el segundo consiste en crear el marco regulador que garantice la correcta gestión del riesgo en las instituciones bancarias.

Observamos por tanto dos tipos de reformas regulatorias: las de carácter macro-prudencial y las de carácter micro-prudencial. Las reformas macro-prudenciales se centran en evitar el riesgo sistémico y garantizar una supervisión adecuada de las entidades bancarias. Las reformas micro-prudenciales se centran en la correcta gestión del riesgo por parte de las instituciones, incluyendo el establecimiento de ratios de capital y liquidez homogéneos en las

⁴⁸ En 1995 el colapso de *Barings* pone de manifiesto la correlación entre riesgo operacional (debido a la falta de control) y riesgo al factor humano ya que fue consecuencia de la actividad de un único empleado (Leeson, 1996). En 1998 se hace evidente la correlación entre riesgo de mercado y riesgo de liquidez en el caso de *Long-Term Capital Management* (Lowenstein, 2001).

instituciones bancarias o el control de riesgo de crédito de activos financieros y productos derivados.

Dentro del contexto regulador consideramos que el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea constituye el organismo de máximo alcance global en cuanto a la repercusión de sus proposiciones en el sistema financiero internacional⁴⁹. A la hora de encuadrar sus objetivos y el alcance de sus propuestas el Comité de Basilea considera esencial la existencia de un sistema bancario fuerte y resistente para la consecución de un crecimiento económico sostenible ya que los bancos son el centro del proceso de intermediación del crédito entre ahorradores e inversores. Los bancos proveen servicios esenciales a sus clientes particulares, a las pequeñas y medianas empresas, a las grandes compañías y a los gobiernos. Todos estos agentes económicos se apoyan en el sistema bancario para llevar a cabo sus negocios habituales dentro de ámbitos domésticos e internacionales (BCBS, 2011).

Recuadro 8. El Organismo Internacional de Comisiones de Valores.

El Organismo Internacional de Comisiones de Valores (OICV) es una asociación internacional de organizaciones reguladoras de los mercados de valores y futuros. Sus 200 miembros⁵⁰ proceden de más de 115 jurisdicciones y regulan más del 95% de los mercados de valores mundiales. El objetivo de la organización es el de ayudar a sus miembros a promover altos estándares de regulación y el de actuar como un foro en el que los reguladores nacionales puedan cooperar entre ellos y con otras organizaciones internacionales.

Este organismo coopera estrechamente con el Comité de Basilea, el G20 y el *Financial Stability Board (FSB)* en la reforma reguladora global. Su funcionamiento se articula a través de comités que tienen lugar en diferentes lugares del mundo y tiene su secretaria permanente en Madrid.

⁴⁹ El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea está formado por representantes de las autoridades de supervisión bancaria y bancos centrales de: Alemania, África del Sur, Argentina, Arabia Saudita, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Corea, España, Estados Unidos, Francia, Holanda, Hong Kong, India, Indonesia, Italia, Japón, Luxemburgo, Méjico, Reino Unido, Rusia, Singapur, Suecia, Suiza, Turquía. Se reúnen generalmente en Basilea, sede de su secretariado permanente.

⁵⁰ 120 reguladores de valores y 80 organizaciones participantes en los mercados de valores (mercados de valores y organizaciones financieras regionales e internacionales).

Recuadro 8. Continuación.

La OICV se fundó en 1983 al ser transformada la Asociación Regional Inter-Americana en una institución intercontinental. Los primeros reguladores no americanos en asociarse fueron los de Francia, Indonesia, Corea y Reino Unido y a partir de 1998 la asociación comienza a tomar relevancia dentro del sector financiero internacional debido a la importancia de su papel desde el momento que surgen escándalos financieros como los de las empresas multinacionales Enron, WorldCom, Parmalat y Vivendi. Los principales objetivos de la asociación son los siguientes:

1. La cooperación para desarrollar, implementar y promover estándares de regulación consistentes y reconocidos internacionalmente que proporcionen mercados justos, eficientes y robustos.
2. La mejora de la protección de los inversores y promover la confianza de los inversores en la integridad de los mercados de valores.
3. Intercambio de información y cooperación en la vigilancia de conductas inapropiadas mediante la supervisión de los mercados y de sus intermediarios uniendo esfuerzos para establecer estándares de supervisión efectiva de las transacciones internacionales de valores financieros.
4. Promover la integridad de los mercados a través de una aplicación rigurosa de los estándares y una vigilancia eficaz de las transgresiones.
5. Intercambio de información a nivel global y regional para promover el desarrollo de los mercados, fortalecer su infraestructura e implementar regulaciones adecuadas.
6. La eliminación del riesgo sistémico.

La OICV elabora análisis de riesgo en el sistema financiero, destinados a sus miembros, en los que analiza el riesgo sistémico potencial en los mercados de valores y apoya los esfuerzos de identificación y mitigación del riesgo global. Para apoyar a los reguladores en su tarea, propone principios para identificar, gestionar y mitigar el riesgo financiero así como para revisar el perímetro regulador. Sus propuestas se realizan en coordinación con otras organizaciones globales como el G20, el *FSB* y el Fondo Monetario Internacional, que abordan problemáticas similares (IOSCO, 2011; 2012a; 2012b; 2013).

El trabajo de la OICV en el campo del riesgo sistémico ayuda a identificar las tendencias de los mercados de valores y sus puntos vulnerables que podrían implicar un aumento de este tipo de riesgo. La organización analiza cuatro riesgos que pueden inducir al riesgo sistémico: los riesgos relacionados con un entorno financiero de tipos de interés bajos, los riesgos relacionados con la gestión de los colaterales, los riesgos relacionados con los mercados de productos derivados y los riesgos relacionados con los flujos de capital en mercados emergentes.

Por su parte, el Financial Stability Board (FSB) es un organismo internacional que realiza un seguimiento constante de los mercados y hace recomendaciones dirigidas a la mejora del sistema financiero global. Fue establecido en el año 2009 después de la cumbre de Londres del G20 como organismo sucesor del *Financial Stability Forum (FSF)*. El objetivo de la institución es el de coordinar a nivel internacional el trabajo de las autoridades financieras y los organismos de creación de estándares internacionales así como el desarrollo e implementación de políticas regulatorias y de supervisión. El FSB incluye todos los miembros del G20, los miembros del FSF y la Comisión Europea. Reúne autoridades nacionales de regulación responsables de la estabilidad financiera en centros financieros internacionales significativos, IFIS, grupos sectoriales internacionales específicos de reguladores y supervisores y comités de expertos de Bancos Centrales. Su sede se encuentra en Basilea.

Las IFIS que forman parte del FSB son las siguientes: Banco Internacional de Pagos, Banco Central Europeo, Comisión Europea, Fondo Monetario Internacional, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico y el Banco Mundial. Forman también parte del FSB, con el objetivo de crear estándares internacionales, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, el Comité del Sistema Financiero Global y el Comité de Sistemas de Pagos y Compensación, todos ellos bajo la estructura del Banco Internacional de Pagos (BIP). También forman parte del organismo la *International Association of Insurance Supervisors (IAIS)*, el *International Accounting Standards Board (IASB)* y el Organismo Internacional de Comisiones de Valores (OICV).

La institución analiza en profundidad, dentro de un extenso abanico de temáticas relacionadas con los mercados financieros, el *shadow banking*⁵¹, proponiendo una serie de

⁵¹ El *Shadow Banking* se describe como la intermediación de crédito que implica entidades y actividades fuera del sistema bancario tradicional. Es decir, intermediación del crédito no bancaria.

recomendaciones destinadas a reforzar su supervisión y su regulación. El organismo estima un crecimiento en la intermediación financiera no bancaria, que paso de \$66 trillones en el año 2012 a \$71 trillones en el 2013 (FSB, 2013). El OICV participa también activamente en la propuesta de estándares de supervisión de las instituciones pertenecientes al grupo denominado como Otros Intermediarios Financieros (OIF).

Recuadro 9. Asociaciones profesionales en los mercados de capital.

Las iniciativas reguladoras mencionadas cuentan con el apoyo de diversas asociaciones profesionales que desarrollan sus actividades dentro de los mercados internacionales de capital. La *International Capital Market Association* (ICMA), que cuenta con más de 350 miembros, tiene como misión ayudar al desarrollo de unos mercados de valores resistentes y eficientes para lo que propone reglas, recomendaciones y procedimientos a las instituciones que forman parte de la asociación. Su trabajo se centra en tres áreas prioritarias de los mercados de capital: los mercados primarios, los mercados secundarios y la infraestructura de los mercados (ICMA, 2013). Por su parte, la *Association for Financial Markets in Europe* (AFME) promueve unos mercados de capital europeos que sean justos, ordenados y eficientes. Para ello representa los intereses de todos los participantes del mercado siendo miembros de la asociación bancos globales, bancos regionales, firmas de intermediación, gabinetes jurídicos, inversores y otros agentes financieros (AFME, 2010). AFME desarrolla sus actividades en estrecha colaboración con la asociación estadounidense *Securities Industry and Financial Markets Association* (SIFMA) y con la asiática *Asia Securities Industry and Financial Markets Association* (ASIFMA). Las tres asociaciones continentales han creado y se relacionan a través de la *Global Financial Market Association* (GFMA).

En el terreno de los productos derivados, la *International Swap and Derivatives Association* (ISDA) reagrupa a los principales participantes del mercado de derivados. El objetivo prioritario de esta organización profesional es el de estandarizar los contratos de referencia para las transacciones de este tipo de productos financieros, siendo el contrato marco de los mercados derivados es el *ISDA Master Agreement*. Es de especial importancia el papel de la asociación en la estandarización de la colateralización y en la implementación de la regulación de los productos derivados.

3.2.1. Los ratios de capital del sector bancario

Las iniciativas ligadas a la regulación del capital en las instituciones bancarias han sido propuestas no solo por el Comité de Basilea sino también por los reguladores en Estados Unidos con el *Supplementary Leverage Ratio*⁵², en Europa con la *Capital Requirements Directive*⁵³, Reino Unido, Suiza y Canadá. Esta situación hace que la regulación no sea homogénea y en ocasiones pueda resultar confusa o incluso contradictoria, lo que hace necesaria una continuidad de la coordinación regulatoria si se quiere llegar a un grado satisfactorio de comparabilidad entre instituciones bancarias. En este sentido, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, 2011) propone una serie de reglas que proponen un marco regulatorio bajo el cual los ratios de capital de los bancos puedan ser comparados independientemente de las reglas contables de cada país.

La propuesta de CSBB en relación a los ratios de capital, junto a la de ratios de liquidez, tiene como objetivo fortalecer las reglas sobre capital y liquidez para promover así un sector bancario más resistente ante situaciones de estrés financiero y económico, reduciendo de este modo el riesgo de que las dificultades del sector financiero afecten a la economía real. Así, para remediar los fallos del mercado revelados por la crisis financiera que empezó en el 2007, el Comité de Basilea introduce reformas en el marco regulatorio internacional de carácter tanto micro-prudencial como macro-prudencial. Las primeras con el objetivo de mejorar la resistencia de las instituciones bancarias en periodo de crisis y las segundas con el de evitar la formación y acumulación de riesgos en el sistema financiero.

Las reformas en la regulación bancaria propuestas por el Comité de Basilea en torno al capital de las instituciones bancarias mejoran la calidad y la cantidad de la base de capital y mejoran la cobertura de riesgos asociados a la estructura de dicho capital. Incluyen un ratio de apalancamiento que tiene como objetivo limitar el exceso de apalancamiento en el sistema bancario. Dicho ratio también supone una protección adicional contra los riesgos de modelización y medida.

⁵² El *Federal Reserve Board (FED)*, el *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*, y el *Office of the Comptroller of the Currency (OCC)* propusieron en Julio del 2013 las reglas para fortalecer los estándares sobre ratios de apalancamiento de las instituciones bancarias americanas de mayor tamaño e importancia sistémica (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2013).

⁵³ La *Capital Requirements Directive*, conocida como CRD IV transfiere los nuevos estándares bancarios globales propuestos por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, conocidos como Basilea III, al marco legal de la Unión Europea, entrando en vigor el 13 de julio del 2013 (European Commission, 2013b).

3.2.2. Los ratios de liquidez del sector bancario

Al igual que en lo referente a la regulación sobre el capital de las instituciones bancarias, a partir del 2007 se puso de manifiesto la necesidad de mantener colchones de liquidez que permitiesen a las instituciones bancarias hacer frente a situaciones de mercado difícil en las que la financiación pueda ser escasa o inexistente. Una base sólida de capital en el sector bancario es una condición necesaria pero no suficiente para la consecución de un sector bancario estable. La existencia de una situación de liquidez sólida es igualmente necesaria. En este sentido el Comité de Basilea, junto con las proposiciones sobre capital, introduce estándares de liquidez que establezcan los requisitos mínimos dentro del contexto global.

El Comité de Basilea tiene dos objetivos a la hora de reforzar el marco regulatorio sobre la liquidez. El primero consiste en mejorar la resistencia del perfil de riesgo de liquidez de las instituciones bancarias asegurando que la calidad de sus recursos líquidos es lo suficientemente alta como para sobrevivir un escenario de estrés de un mes de duración. Este objetivo lleva asociado el Ratio de Cobertura de Liquidez desarrollado por el Comité de Basilea. El segundo objetivo es el de mejorar la resistencia a lo largo de un horizonte más largo creando incentivos para que las instituciones bancarias financien sus actividades con fuentes de financiación estable de una forma continua y estructural. Este objetivo lleva asociado el Ratio de Financiación Estable Neta que tiene un horizonte de un año.

Además de los ratios mencionados, los supervisores utilizan una amplia gama de medidas cuantitativas para hacer el seguimiento de los perfiles de riesgo de liquidez de las instituciones bancarias y del propio sector financiero. Algunas de las áreas de mayor importancia son la concentración de la financiación, la disponibilidad de activos y la concordancia de obligaciones contractuales entre activos y pasivos.

El mayor reto en lo referente a la regulación de la liquidez bancaria consiste en que la constitución de reservas de liquidez por parte de las instituciones bancarias no debe limitar en exceso su capacidad de concesión de crédito. De ser así, la regulación iría en detrimento de la reactivación del crédito lo cual, tras un periodo de crisis financiera y económica, no permitiría al sistema bancario apoyar el crecimiento de la economía real. En este sentido, los reguladores han de buscar un punto de equilibrio entre reservas de liquidez y eficiencia del sistema bancario internacional.

3.2.3. Regulación del riesgo de crédito

La regulación existente antes del comienzo de la última crisis se centra principalmente en el riesgo de crédito de los activos subyacentes. Por ello, tras la crisis, el foco de interés regulatorio en lo que respecta al riesgo crediticio se dirige a los productos derivados.

Como veremos más adelante, tanto en Europa como en Estados Unidos se establecen nuevos marcos reguladores para la negociación y gestión de productos derivados. Su objetivo es el de minimizar el riesgo de crédito ligado a las operaciones realizadas. Esta nueva reglamentación implica un mayor grado de colateralización, información y transparencia.

3.2.4. Iniciativas reguladoras europeas

Dentro de la reforma reguladora global, tras la fuerte crisis soberana europea, los cambios emprendidos en el marco regulador europeo son de especial importancia. Podemos considerar el establecimiento de la Unión Bancaria europea como la iniciativa más importante a la hora de proporcionar a Europa un sector bancario y unos mercados financieros estables. Dicha Unión Bancaria está basada en dos pilares esenciales: la existencia de un Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y de un Mecanismo Único de Resolución (MUR). La Unión Bancaria fue propuesta por la Comisión Europea en el año 2012 y se espera una entrada en funcionamiento progresiva a medida que se acuerden, por los países miembros de la UE, los diferentes mecanismos que le dan forma.

Recuadro 10. El Mecanismo Único de Supervisión, primer pilar de la Unión Bancaria Europea.

La regulación europea referente al Mecanismo Único de Supervisión (MUS) entra en vigor en noviembre del 2013. El objetivo de este mecanismo es doble. Por un lado, la mejora del coste de financiación de las instituciones financieras mediante la homogenización de los estándares de supervisión, por otro, la dinamización del mercado interbancario europeo. El Banco Central Europeo, designado con las competencias de supervisor único, concluirá un estudio del sistema bancario en octubre del año 2014 antes de asumir su tarea supervisora en noviembre del mismo año.

Recuadro 10. Continuación.

El estudio de las instituciones bancarias europeas determinará su situación financiera con anterioridad a que el BCE comience a supervisarlas. Será efectuado por el propio BCE junto con las Autoridades Competentes Nacionales (ACN) responsables de efectuar la supervisión bancaria en línea con la Regulación⁵⁴ europea referente al Mecanismo Único de Supervisión.

Este estudio o *Comprehensive Assessment* es un elemento esencial para la preparación del MUS ya que proporcionará la claridad necesaria sobre los bancos que estarán sujetos a la supervisión directa del BCE. Los resultados podrán implicar una serie de acciones correctivas que podrán requerir modificaciones en las provisiones o la estructura de capital de una determinada institución. El ejercicio tiene tres objetivos prioritarios: la transparencia en relación a la condición en la que se encuentran los bancos, solucionar problemas potenciales mediante su identificación y la implementación de las acciones correctivas necesarias y, por último, crear confianza sobre la solidez y credibilidad de los bancos de la Eurozona.

Así, el *Comprehensive Assessment of Euro Banks* incluirá 130 instituciones⁵⁵ que representan cerca del 85% de los activos del sector bancario de la Eurozona (ECB, 2013a) y abordará tres aspectos:

1. La valoración del riesgo desde el punto de vista del supervisor. Incluirá los riesgos asociados con la liquidez, el apalancamiento y la financiación. Se efectuará con el objetivo de identificar las vulnerabilidades de los bancos a efectos exógenos y su posición respecto a entidades comparables.
2. La revisión de la calidad de los activos. Se analizarán todas las clases de activos con el objetivo de determinar su adecuación y la de la evaluación de colaterales.
3. Se realizarán test de estrés de cada una de las instituciones bancarias analizadas utilizando escenarios cuya metodología será acordada entre el BCE y la *European Banking Union*.

⁵⁴ La Regulación de la Unión Europea confiere tareas específicas al BCE relacionadas con las políticas relativas a la supervisión prudencial de las instituciones de crédito. Publicado por el *Official Journal of the European Union*.

⁵⁵ El *Comprehensive Assessment of Euro Banks* incluye las instituciones bancarias europeas con activos superiores a €30 billones o con activos superiores al 20% del PIB del país al que pertenecen (salvo si el valor total de sus activos es inferior a €5 billones) o si la institución es una de las tres mayores de un país participante (ECB, 2013a).

El marco analítico utilizado por el BCE para la realización de la valoración de riesgos de los bancos europeos seguirá siendo aplicado una vez que tome las funciones de Mecanismo Único de Supervisión.

El segundo pilar de la Unión Bancaria europea está constituido por el Mecanismo Único de Resolución (MUR) que se encuentra en vías de desarrollo y cuya puesta en marcha definitiva supondrá un paso fundamental para la instauración de una Unión Bancaria Europea.

Recuadro 11. El Mecanismo Único de Resolución, segundo pilar de la Unión Bancaria Europea.

El principal objetivo del Mecanismo Único de Resolución (MUR) es el de romper el nexo existente entre financiación del sector bancario y deuda soberana. Para ello, la Unión Monetaria Europea (UME) ha de contar con un instrumento que permita proteger a los gobiernos de las crisis bancarias (Council of the EU, 2013a). Para ello se parte del principio del *bail-in*⁵⁶, que obliga a los acreedores de un banco insolvente a que sus derechos sobre la institución bancaria sean transformados en acciones y a, eventualmente, ver reducido el valor de sus derechos (Council of the EU, 2013b).

El 18 de diciembre del 2013 los Ministros de Finanzas de la UME llegan a un primer acuerdo político sobre el Mecanismo Único de Resolución que habrá de ser aprobado en forma de un acuerdo final por el Parlamento Europeo. Antes del acuerdo final ha de llegarse a un compromiso entre los diferentes gobiernos en relación al Fondo Único de Resolución (FUR), más concretamente, en cuanto a las aportaciones y la toma de decisiones (Council of the EU, 2013c). Este fondo ha de ser constituido por aportaciones de las instituciones bancarias supervisadas por el MUS, es decir, el BCE.

La fecha de entrada en vigor del MUR es el 1 de Enero del 2015.

El objetivo de establecer una Unión Bancaria europea tiene múltiples fines. En primer lugar, ayudar a romper el vínculo existente entre deuda bancaria y soberana. En segundo lugar,

⁵⁶ En el *Bail-in*, contrariamente al *Bail-out*, el coste del rescate no es soportado exclusivamente por el contribuyente, sino también por los inversores. Esto debería hacer posible la ruptura del círculo vicioso entre banca y gobiernos.

evitar la fragmentación de los mercados financieros europeos ya que la normativa del sistema financiero de cada país se establece independientemente de los demás países europeos. En tercer lugar, mejorar la comparabilidad de las instituciones bancarias permitiendo juzgar su calidad crediticia bajo criterios europeos comunes que tomen en consideración la gestión de las instituciones independientemente de su país de origen. Los tres fines mencionados tendrían a su vez un último objetivo común, el de evitar el encarecimiento del crédito al sector empresarial ya que el coste de financiación de las instituciones financieras se desvincularía del coste de financiación del país al que pertenecen.

El fin último de la nueva ola regulatoria es el de mejorar la gestión del riesgo asociado a toda actividad financiera. A un mismo tiempo, la regulación no ha de ser económicamente represiva y ha de permitir al sistema financiero ser eficaz, para lo cual ha de garantizar la financiación de los diferentes sectores económicos generando simultáneamente condiciones que propicien la competitividad del sector financiero a través de la inversión y del empleo. Se trata de establecer un marco regulatorio que evite excesos y que sea capaz de garantizar el buen funcionamiento del sector financiero como motor de crecimiento económico. Por ello, es esencial complementar la regulación con los mecanismos de supervisión convenientes que permitan el desarrollo del sector financiero dentro de un marco que apoye dicho crecimiento económico y con un mecanismo de resolución. Para conseguir una regulación completa del sistema financiero se requieren medidas adicionales que regulen a las entidades financieras no bancarias o *shadow banking*.

4. Gestión de riesgos en las IFIS

Como hemos visto con anterioridad, las características de las IFIS les permiten financiarse a través de los mercados de capital a costes de financiación muy competitivos gracias a su alta calidad de riesgo crediticio. Una parte de los fondos obtenidos se utilizará para financiar proyectos de desarrollo a un coste más bajo del que obtendría el beneficiario por sí mismo en los mercados de deuda. La otra parte de los fondos obtenidos se utilizará para mantener una liquidez suficiente que garantice la continuidad de la institución en todo momento. Para conseguir este equilibrio, la gestión de los diferentes riesgos inherentes a la actividad bancaria es esencial.

El volumen global de emisiones de deuda efectuado por el sector SSA en el año 2012 se sitúa en torno al 5% del total de la deuda emitida en los mercados internacionales de capital⁵⁷ (Dealogic, 2012). Para obtener el volumen necesario de financiación a bajo coste han de ofrecer una calidad crediticia que les permita consolidar una base de inversores con un alto grado de aversión al riesgo. Estos inversores, además de sus propios modelos, metodologías y políticas de riesgo, cuentan con los servicios de las agencias de calificación financiera. Estas últimas analizan la situación financiera de las instituciones emisoras de deuda con el fin de modelizar y cuantificar el riesgo que conlleva invertir en ellas. Para realizar sus valoraciones tendrán en cuenta aspectos que van desde la gobernanza de la institución hasta su liquidez, pasando entre otros por su estrategia, el perfil de sus carteras de inversión, el riesgo que los propios supranacionales mantienen en su cartera de préstamos, su solvencia y el respaldo del accionariado. A partir del análisis efectuado por las agencias de calificación financiera y de sus propios análisis de riesgo, el obligacionista estima el riesgo de crédito que está dispuesto a asumir en sus inversiones potenciales.

Las políticas de gestión de riesgos seguidas por las IFIS mantienen como objetivo prioritario el presentar un perfil crediticio que permita a sus obligacionistas considerarlas como instituciones de bajo riesgo de crédito. Para ello es importante que cuenten con un fuerte respaldo del accionariado, que mantengan una composición de sus carteras de préstamo equilibrada y que la gestión de los riesgos financieros inherentes a sus actividades de mercado sea estricta. En este sentido, analizaremos primero la composición del capital como medio de minimizar el riesgo de crédito de sus bonos par pasar después al análisis de la gestión del riesgo en sus actividades financieras.

4.1. Composición de capital en las IFIS

La composición del capital de las IFIS es determinante a la hora de estimar su calidad crediticia y la exposición al riesgo de crédito que un determinado inversor mantiene cuando compra los bonos emitidos por ellas. El apoyo del accionariado es considerado por las agencias de calificación financiera como uno de los principales atenuantes del riesgo de

⁵⁷ Dealogic estima el volumen global de emisión para el año 2012 en \$8.000 billones y el del sector SSA en \$380 billones.

crédito. Por ello, la estructura de capital de las IFIS es de especial importancia a la hora de mantener calificaciones financieras elevadas.

En las IFIS, el volumen de capital desembolsado es bajo en relación con el capital suscrito. En el caso de los bancos supranacionales europeos, el capital desembolsado se sitúa en torno al 11% y nunca han necesitado solicitar el desembolso del capital suscrito (EBRD; EIB; CEDB, 2013a). Las IFIS cuentan, a través del capital no desembolsado, con un importante recurso de emergencia ya que constituye una obligación para sus accionistas, los países miembros.

Por otra parte, las IFIS constituyen reservas de capital voluntarias a partir de los beneficios generados ya que no efectúan reparto de dividendos. A través de las reservas de capital disponen de los recursos financieros necesarios para realizar nuevas ampliaciones de capital sin tener que solicitar desembolsos directos de los países miembros. Estas reservas también pueden ser utilizadas como un colchón de liquidez en situaciones de mercado de alta volatilidad o ausencia de financiación evitando, gracias a ellas, tener que recurrir a los accionistas si las dificultades en la situación de mercado no se prolongan demasiado.

Hasta la última crisis financiera, las ampliaciones de capital se hicieron con cargo a reservas y con el objetivo de aumentar la actividad de préstamo. Sin embargo, a partir del 2008 un gran número de IFIS efectuaron ampliaciones de capital, muchas de ellas con aportaciones liquidas de los países miembros para aumentar así su calidad crediticia ya que conllevan un aumento del compromiso de los accionistas con la institución.

Estas ampliaciones de capital con aportación dineraria se efectuaron en previsión del papel que las IFIS habrían de desarrollar ante la crisis global. En el 2009, el *Asian Development Bank* aprueba un 200% de aumento de su capital, con una aportación liquida del 4%. El capital suscrito después de la ampliación se situaría en \$165 billones (ADB, 2011). En el 2010, el Banco Interamericano de Desarrollo aprobó un aumento del capital del 70%, del cual \$1,7 billones fue constituido por contribuciones en efectivo de los Estados miembros. El capital suscrito total después de la ampliación sería de \$117 billón (IADB, 2011). Ese mismo año el Banco Mundial aumenta su capital un 45% con un desembolso total por parte de los Estados miembros de \$5,1 billones, lo que llevo el capital suscrito a \$226 billones (IBRD, 2011). También en el año 2011, el *African Development Bank* realiza una ampliación del

capital suscrito del 200% con un desembolso líquido en torno al 5%. La institución contaría con un capital suscrito de \$100 billones (AfDB, 2011).

Como hemos visto, las IFIS tienen derecho a solicitar en todo momento el desembolso del capital suscrito y no desembolsado, lo que constituye la garantía más importante de cara a los inversores y uno de los principales criterios a tener en cuenta a la hora de considerar su riesgo de crédito. La estructura de capital de las IFIS es esencial a la hora de la modelización del riesgo de crédito de estas instituciones. Dada la evolución de la regulación bancaria, el uso del capital y la constitución de reservas condicionará la estructura de capital de las instituciones. Una gestión conservadora del capital facilitará calificaciones financieras elevadas. En este sentido, el ratio de adecuación de capital propuesto por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha de ser del 10,5 antes del 2019. A finales del 2012 este ratio era del 19% para el Banco de Desarrollo del Consejo de Europa (CEDB, 2013a) y del 25% para el Banco Europeo de Inversiones (EIB, 2013a).

Las agencias nacionales, como segundo subgrupo de mayor importancia dentro del sector SSA, disfrutan con frecuencia de la garantía explícita del gobierno al que pertenecen. Esto les otorga gran estabilidad pero al mismo tiempo se traduce en una gran dependencia de la calificación financiera de un único país.

4.2. La gestión de riesgos financieros en las IFIS

El riesgo es un elemento fundamental a la hora de tomar cualquier decisión financiera. Por ello, las instituciones financieras internacionales, han de medirlo, valorarlo y controlarlo de manera eficiente.

Establecer políticas de institucionales de riesgo pertinentes e implementar metodologías que optimicen su gestión permitirá a las IFIS establecer estrategias en sus actividades de gestión de liquidez e inversiones así como minimizar el riesgo de crédito de la deuda que emiten y con ello su coste de financiación. Para ello, una gestión integrada del riesgo que siga estándares de supervisión sólidos es necesaria con el fin de establecer políticas de riesgo que se desarrollen bajo las mejores prácticas bancarias.

Las IFIS, dado su carácter supranacional, no están sujetas a los ratios reglamentarios de sus países miembros ni tampoco a las Recomendaciones de Basilea ni a las directivas de la Unión Europea. Sin embargo, aplican las reglamentaciones en vigor como marco de referencia de las políticas de control y gestión de riesgos. Así mismo, publican ratios de control que permiten analizar la evolución de sus actividades y de la gestión de los diferentes riesgos a los que hacen frente, siendo los riesgos principales a los que se encuentran expuestas los de mercado, crédito y liquidez.

4.2.1. Riesgo de Mercado

El riesgo de mercado está constituido por el riesgo de que el valor de una posición financiera cambie como consecuencia de una pérdida de valor en el precio de un activo ocasionada por una variación del tipo de interés o del tipo de cambio (Riehl, 1999). El riesgo de mercado de la actividad de *trading* vendrá originado por posiciones no cubiertas o por posiciones tomadas con intención de cubrirse recíprocamente pero cuya correlación es imperfecta. La metodología de mayor aceptación para modelizar este riesgo es la de *Value-at-Risk* (VaR)⁵⁸. El riesgo de mercado se divide en cuatro tipos: riesgo sobre el tipo de interés, riesgo sobre el tipo de cambio, riesgo sobre el precio de acciones y riesgo sobre el precio de las mercancías.

Cuando en una transacción las variables derivadas, tipo de interés y denominación, de un determinado activo subyacente, acción, bono o préstamo, no corresponden con la estrategia de gestión seguida por una determinada institución, esta podrá cubrir los riesgos de mercado asociados mediante la contratación de un producto derivado.

En el caso de los bancos supranacionales europeos, el balance se mantiene en euros y por lo tanto una gran parte de las operaciones financieras efectuadas, independientemente de la moneda en la que este denominado el activo subyacente, serán complementadas con un producto derivado de divisa que elimine el riesgo sobre el tipo de cambio en las posiciones de activos y pasivos tomadas por la institución. En cuanto al riesgo sobre el tipo de interés, cada

⁵⁸ *Value at Risk* (VaR), es una técnica estadística utilizada para medir y cuantificar el nivel de riesgo financiero de una firma o de una cartera de inversiones en un periodo de tiempo específico. Es utilizado por los gestores de riesgo para medir y controlar el nivel de riesgo que toma la institución con el objetivo de que este no pase del nivel a partir del cual la firma no podría absorber las pérdidas de una pérdida potencial. Es medido teniendo en consideración tres variables: la cantidad de la pérdida potencial, la probabilidad de esa pérdida potencial y un periodo de tiempo predeterminado.

institución determinará las exposiciones que desea cubrir, manteniendo generalmente la mayoría de su balance en un determinado tipo de interés, fijo o variable, para protegerlo de los movimientos de mercado respecto al tipo de interés. Así, una institución supranacional que tenga como referencia un tipo de interés variable en la gestión de sus activos y pasivos, Euribor a tres meses por ejemplo, podrá transformar el tipo de interés de todas sus operaciones a un tipo homogéneo independiente del establecido por el activo subyacente. De este modo, si existen variaciones en los tipos de interés de mercado, afectarán de igual modo a los activos y a los pasivos de la institución lo que permite limitar o anular la exposición del balance de la institución a dichas variaciones.

Las IFIS realizan estas transacciones de coberturas de riesgos de mercado efectuando operaciones de derivados en las que participan como utilizadores finales sin tomar posiciones especulativas. La cobertura de riesgos de tipo de cambio y tipo de interés, junto a la ausencia de una cartera de trading de productos derivados⁵⁹, influirá de manera positiva en la calidad crediticia de la institución.

4.2.2. Riesgo de Crédito

El riesgo de crédito es el riesgo consistente en que un cambio en la calidad crediticia de una contrapartida cambie el valor de la posición que se tiene en ella. Cuando la posición sea un bono o una acción la pérdida puede llegar a suponer la totalidad del valor de mercado del activo, aunque con mayor frecuencia la pérdida se limitará a la parte de su valor que no pueda ser recuperada. Cuando se trata de productos derivados, el riesgo de crédito es medido como el coste de reemplazar el derivado en caso de que la contrapartida quiebre. En este último caso, el cálculo del valor de mercado de cada transacción es esencial a la hora de calcular el riesgo de crédito.

Con el fin de limitar el riesgo de crédito al que se exponen, las IFIS atribuyen límites transaccionales a todas las contrapartidas con las que operan en función de la calificación financiera de cada una de ellas. Toda transacción llevada a cabo ha de ser concluida dentro de unos límites de riesgo preestablecidos bajo políticas de riesgo conforme a las directivas

⁵⁹ Bajo las Recomendaciones de Basilea, la asignación de capital derivada del riesgo de mercado se aplica únicamente al riesgo de mercado de las carteras de trading.

internacionales. El riesgo de crédito en las IFIS se centra en tres categorías principales: el riesgo de crédito de la cartera de préstamos, el riesgo de crédito de las carteras de inversión y el riesgo de crédito de la cartera de productos derivados.

En lo que se refiere a la gestión de riesgo de crédito de la cartera de préstamos por parte de las IFIS, su equilibrio crediticio es determinante. Para la toma de su decisión, un inversor potencial que evalúe la compra de bonos emitidos por un organismo supranacional estudiará con atención los riesgos a los que se encuentra expuesta la institución. La cartera de préstamos constituye la principal fuente de riesgo de las IFIS ya que la calidad crediticia de los prestatarios de los proyectos financiados es generalmente inferior a la de las carteras de inversión y por tanto el riesgo de crédito es más elevado. De existir un riesgo excesivo en la cartera de préstamos la calificación financiera de una determinada institución podría ser revisada a la baja suponiendo, para los inversores con alta aversión al riesgo financiero, un menor atractivo de los bonos que emita.

En este contexto surge el debate sobre si es pertinente el uso de derivados de crédito por parte de los supranacionales para transferir el riesgo de crédito de su cartera de préstamos a entidades financieras privadas capaces de integrarlo en su gestión a cambio de una prima (J.P.Morgan⁶⁰, 2000). Esta familia de productos es considerada por los bancos de desarrollo pero las restricciones son importantes ya que su uso podría implicar un riesgo de reputación o político. Existe por tanto una polémica sobre si el riesgo de crédito de las contrapartidas de operaciones de préstamo de los bancos supranacionales ha de ser mantenido o externalizado ya que el prestar a los países miembros constituye su objetivo final.

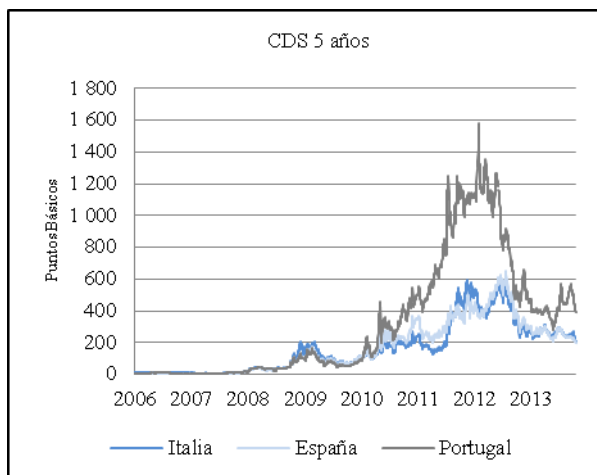
El debate se acentúa frente a una coyuntura de mercado difícil como la vivida durante la crisis de deuda soberana europea. Los derivados de crédito, que eran negociados en los mercados no solo como cobertura de activos subyacentes sino también como producto derivado especulativo, se utilizaron como instrumento a partir del cual fijar el precio en el mercado secundario de los bonos soberanos. Esta situación llevó a plantear la necesidad de prohibir o suspender la negociación de derivados de crédito en caso de no estar directamente asociados a

⁶⁰ JP Morgan, banco de inversión pionero en el desarrollo de los derivados de crédito experimentó pérdidas importantes en el año 2012 en una serie de transacciones relacionadas con contratos CDS. Dichas transacciones, que fueron definidas por la institución como parte integrante de su estrategia de cobertura, ocasionaron pérdidas superiores a los \$2 billones.

un activo subyacente (ISDA, 2010). La prohibición temporal del *short-selling*⁶¹ de bonos soberanos europeos y contratos de productos derivados de crédito establecida por Alemania en mayo del 2011 y la posterior adopción de reglas por la Comisión Europea (EU, 2012) con el objetivo de estabilizar el mercado de bonos soberanos no tenía precedentes.

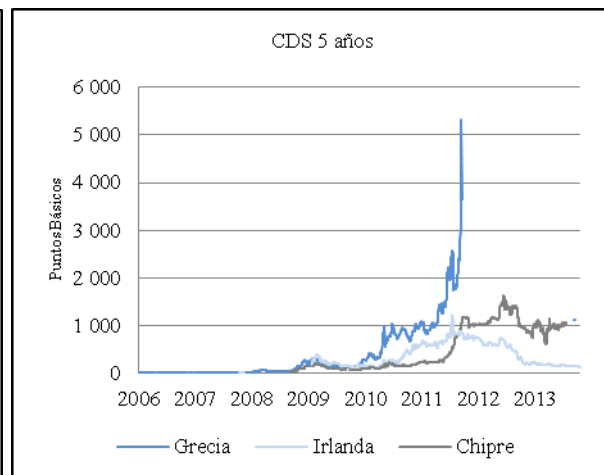
El volumen de contratos *Credit Default Swap* (CDS) vivos creció de \$6,4 trillones en el año 2004 a \$58,2 trillones en el 2007, reduciéndose progresivamente desde ese momento hasta los \$25,1 trillones de notional⁶² existentes en transacciones CDS al cierre del año 2012. A pesar de que los contratos CDS vivos a finales del 2012 son menores que a finales del 2011, se negociaron un mayor número de transacciones en el 2012. Esta tendencia opuesta entre volumen de CDS vivos y nueva contratación se explica por la compresión de carteras de derivados incentivada por los reguladores⁶³ (ISDA, 2013). Los gráficos que presentamos a continuación indican la evolución de la prima a pagar por la contratación de coberturas CDS de títulos de deuda soberana a cinco años de diferentes países. La evolución de los precios refleja la alta volatilidad experimentada en los mercados financieros internacionales durante la crisis financiera.

Gráfico 1. CDS: Italia, España y Portugal.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Gráfico 2. CDS: Grecia, Irlanda y Chipre.



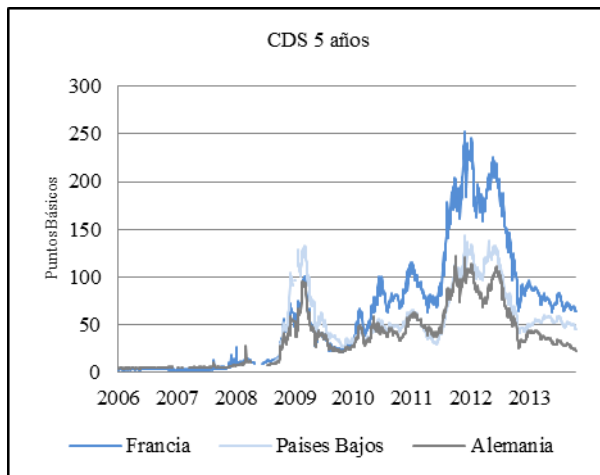
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

⁶¹ El *short-selling* es la venta de un activo financiero del que el vendedor no ostenta la propiedad bien porque simplemente no lo tiene o porque lo haya tomado prestado. La práctica viene motivada por estimación de que el precio del activo bajará y permitirá comprarlo a un precio más bajo cuando el vendedor tenga que entregarlo.

⁶² El valor notional de un producto derivado es la cantidad que se utiliza para calcular los pagos relacionados con dicho instrumento. Generalmente esa cantidad no se intercambia al principio y al final de la transacción, como sería el caso de un bono, y por ello es denominado como “notional”.

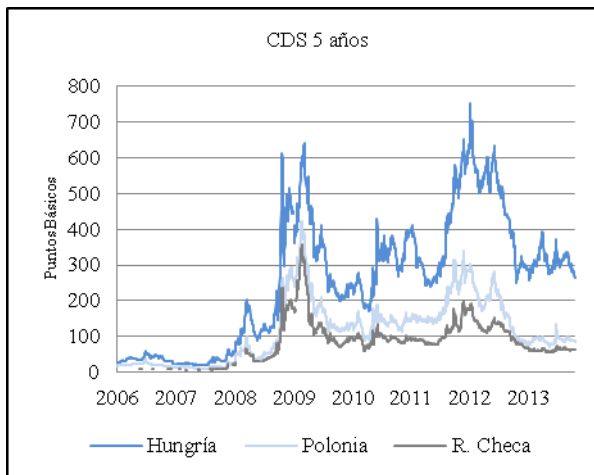
⁶³ Según la definición del Banco Internacional de Pagos, la compresión de cartera es un proceso que permite la conclusión prematura de transacciones redundantes de productos derivados sin que ello cambie la posición neta de las contrapartidas. Este proceso reduce la talla notional total y el número de contratos vivos de las carteras de derivados, mejorando así la gestión de riesgos.

Gráfico 3. CDS: Francia, Países Bajos y Alemania.



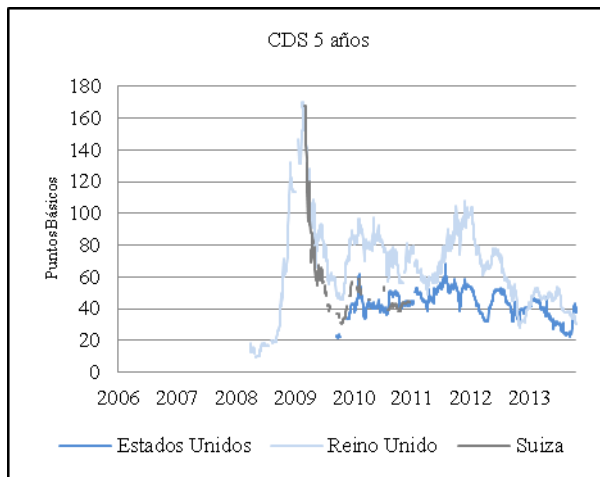
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Gráfico 4. CDS: Hungría, Polonia y R. Checa.



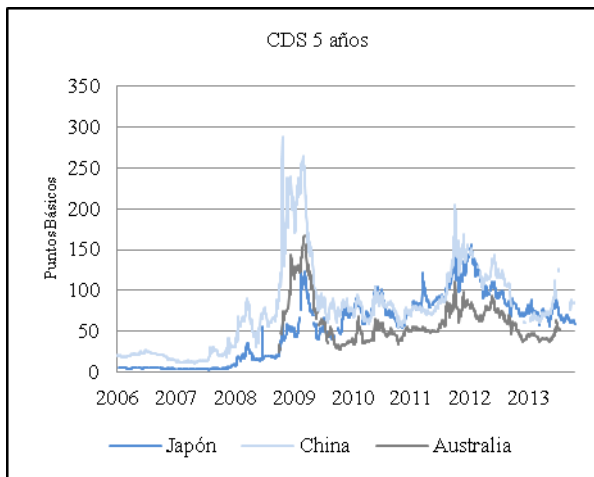
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Gráfico 5. CDS: Estados Unidos, R.U. y Suiza.



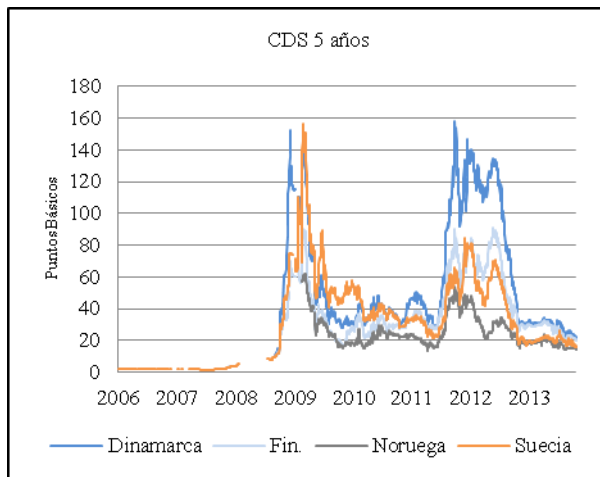
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Gráfico 6. CDS: Japón, China y Australia.



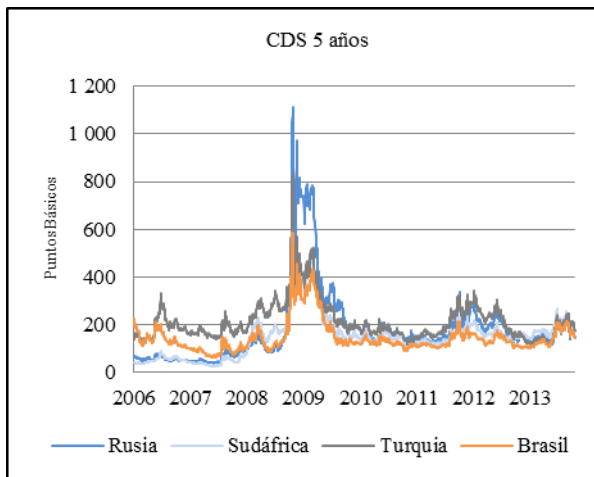
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Gráfico 7. CDS: Dinamarca, Fin., Noruega y Suecia.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Gráfico 8. CDS: Rusia, Sudáfrica, Turquía y Brasil.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Si excluimos el uso de derivados de crédito, las instituciones supranacionales podrán equilibrar el riesgo de crédito de sus carteras de préstamo teniendo en cuenta la calidad crediticia de los beneficiarios de los nuevos préstamos concedidos y sopesando criterios estrictos de elegibilidad que estén ligados a sus objetivos de desarrollo pero también a su política de riesgos. El riesgo de crédito de la cartera de préstamos se encuentra limitado por su volumen máximo, ya que al establecerse un límite para la actividad de préstamo también se limita la exposición de la institución al riesgo de crédito de dicha cartera. Así, el volumen total de préstamos vivos no podrá exceder un porcentaje determinado de los fondos propios de la institución. Esta relación entre el volumen de préstamos y los fondos propios se establecerá como un ratio máximo en el que los préstamos podrán alcanzar un volumen determinado en función de los fondos propios. Es importante recordar que aun existiendo un límite de volumen para una cartera concreta, el riesgo de crédito variará muy significativamente en función de la calidad crediticia de los activos que contenga.

Con el fin de ajustar de forma adecuada el volumen de operaciones de préstamos al capital, los ratios de control internos de ciertas instituciones adoptan criterios que tienen en cuenta el riesgo de crédito a partir de cálculos probabilísticos. El Banco de Desarrollo del Consejo de Europa, para el cálculo de los ratios que constituyen el marco prudencial de su operativa, asigna probabilidades de riesgo a cada uno de los préstamos de su cartera y una vez determinada la probabilidad de impago de cada contrapartida calcula el valor absoluto del riesgo de insolvencia por operación. Si la suma de todos estos valores absolutos excede un determinado porcentaje de los fondos propios, la institución adoptará las estrategias necesarias para reducir el riesgo de crédito de su cartera de préstamo (CEDB, 2013a).

A pesar de que las contrapartidas de los préstamos de las IFIS impliquen un riesgo de crédito, los impagos dentro de las carteras de préstamos de bancos supranacionales son menos frecuentes que en la banca comercial, lo que contribuye positivamente a la calificación financiera de este segmento bancario. Esto se debe principalmente a que al ser el coste de los fondos obtenidos a través de las IFIS más barato para el prestatario que el obtenido por sí mismo en el mercado, constituyen un prestamista preferencial que perderían de no honrar su deuda. De igual manera, los países que constituyen el accionariado de las instituciones financieras internacionales coinciden frecuentemente, por lo que sería difícil para un prestatario determinado acceder a fuentes de financiación alternativas dentro del mismo sector

una vez se haya producido un impago de deuda con alguna de las instituciones que lo componen.

La segunda fuente de riesgo de crédito de las IFIS la constituyen sus carteras de inversión y es igualmente gestionado estableciendo límites por producto, contrapartida y país. Los criterios de inversión de cada cartera son establecidos en función de su objetivo, por lo general con un grado de aversión al riesgo elevado, de tal manera que la exposición al riesgo de crédito de sus activos sea mínima y no afecte la calificación de la institución. El modelo de gestión de la inversión varía de unas instituciones a otras según utilicen sus fondos propios para realizar operaciones de préstamo o para constituir una cartera de inversión que aumente sus ratios de solvencia. En este último caso, la cartera de inversión de fondos propios será definida como una cartera de inversión a largo plazo cuyas inversiones se realizan en deuda emitida por otras instituciones supranacionales, agencias gubernamentales o deuda de tesoros públicos de alta calificación financiera. También existe exposición al riesgo de crédito en las carteras de inversión a corto y medio plazo así como en los productos de gestión de tesorería a través de los cuales se invierte la liquidez. La correcta gestión del riesgo de crédito en las carteras de inversión y en la gestión de la liquidez será determinante al valorar el riesgo financiero de una institución.

Por último, el tercer grupo de transacciones expuestas al riesgo de crédito es el de la cartera de productos derivados, constituido por el coste de sustitución de un producto derivado ante el eventual impago de una contrapartida. Las IFIS son utilizadores finales de productos derivados con el objeto de cubrir el riesgo de mercado, es decir, el riesgo sobre el tipo de cambio y el riesgo sobre el tipo de interés. Una vez cubiertos estos riesgos queda por minimizar el riesgo de crédito de las contrapartidas con las que se han efectuado las transacciones de productos derivados.

Para conocer el coste de sustitución en todo momento se calcula el valor actual neto de cada uno de los contratos utilizando como tasas de descuento las curvas de mercado. Una vez calculado el valor de mercado unitario se suman todos los contratos existentes por contrapartida con el fin de establecer el riesgo de crédito al que la IFI está expuesta con cada una de ellas. Cuando la sustitución de un contrato suponga un coste existirá una exposición al riesgo de crédito que será neutralizada solicitando a la contrapartida el depósito de una garantía o colateral que compense el coste de sustitución en caso de impago de la

contrapartida. Sin embargo, en situaciones de alta volatilidad en los mercados financieros, a pesar de que una institución reciba colateral por la exposición al riesgo de crédito, si la contrapartida quiebra puede seguir existiendo un coste de sustitución importante originado por el cambio de valor del producto derivado entre el momento de recepción del último colateral y la ejecución de la cobertura de sustitución.

Hasta la llegada de la última crisis todos los contratos colaterales de las IFIS eran de carácter unilateral por lo que únicamente la contrapartida bancaria tenía la obligación de transferir, en dinero o valores negociables, la cantidad acordada según el valor de mercado en caso de constatarse un coste de sustitución desfavorable. Con la nueva reglamentación bancaria en términos de liquidez, el hecho de mantener contratos unilaterales influye negativamente en las cotizaciones efectuadas por los bancos comerciales para operaciones de cobertura. En consecuencia, ciertas instituciones han optado por modificar los contratos unilaterales y transformarlos en bilaterales. Esta tendencia deriva en gran medida de las recomendaciones bancarias de Basilea III, las cuales incluyen la valoración de las posiciones financieras a partir de su valor de mercado más el riesgo de crédito de la contrapartida. Para ello, hay que añadir a la valoración *mark-to-market*⁶⁴ del producto el riesgo de crédito. Esto se hace a través del método de ajuste de valor del crédito (*Credit Valuation Adjustment*) que utiliza la información probabilística proveniente de las agencias de rating o del mercado de CDS. La incorporación de nuevas metodologías de valoración del riesgo ligado a la negociación de productos derivados ha experimentado una aceleración importante a partir del año 2009, momento en el que los líderes del G20⁶⁵ deciden tomar fuertes medidas que establezcan un marco regulatorio para los productos derivados no negociados en mercados regulados, *Over the Counter Derivatives* (OTC Derivatives). En respuesta a esta decisión, tanto el congreso americano como la Unión Europea⁶⁶ votaron leyes respecto a los procesos de compensación y requerimientos de mitigación del riesgo a respetar por las contrapartidas de las operaciones de productos derivados.

⁶⁴ *Mark-to-market* se refiere a la determinación del valor contable de un activo o de un pasivo a partir de su valor de mercado.

⁶⁵ El G20 fue inaugurado en Septiembre del 1999 con el objetivo de promover la estabilidad financiera internacional. Está compuesto por las veinte economías más importantes, 19 países más la Unión Europea, representa en torno al 80% del producto interior bruto mundial. Después de la cumbre de Washington del 2008, los representantes del grupo decidieron que el G20 sustituiría al G8 como grupo de discusión económica principal.

⁶⁶ El Congreso americano aprobó el *Dodd-Frank Act* el 15 de Julio del 2010. Posteriormente, en el año 2012, la Unión Europea aprobó la *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR) después de que la Comisión Europea publicase su proposición legislativa para la regulación de los derivados OTC el 15 de septiembre del 2010.

Recuadro 12. Regulación del mercado de derivados OTC.

La regulación de los productos derivados se ha centrado en gran medida en las exigencias respecto al pago de colateral como herramienta de limitación del riesgo de crédito. Los reguladores, especialmente europeos y de Estados Unidos, exigen nuevas reglas sobre la gestión de colateral con el objetivo de mitigar eficientemente el riesgo de crédito de manera que limite el impacto en el sistema financiero del impago de un contrato derivado. Para la gestión adecuada del colateral, las reglas de valoración de los productos derivados han de ser claras, estandarizadas y minimizar el riesgo de crédito.

Los contratos de productos derivados OTC son utilizados como herramienta de cobertura de un gran rango de riesgos financieros. Sin embargo, desde el 2008 las iniciativas para regularlos están aumentando rápidamente debido al papel que jugó esta gama de productos en la amplificación de la crisis financiera. Casos como la caída de Lehman Brothers, institución mayor en el mercado de derivados, han puesto de manifiesto el riesgo sistémico y la implicación en el sistema financiero global de los productos derivados. En la cumbre G20 de septiembre del 2009 en Pittsburgh se acordaron cuatro principios (FSB, 2010a; 2010b) para reforzar el marco regulatorio de los derivados OTC. Han de cumplir los siguientes requisitos:

1. Ser negociados en mercados organizados o plataformas electrónicas de negociación.
2. Ser compensados a través de casas de compensación.
3. Las características de los contratos OTC han de ser comunicadas.
4. Los contratos que OTC no pasen por una casa de compensación han de ser sometidos a mayores exigencias en cuanto a los requisitos de capital.

En Estados Unidos la regulación del mercado de derivados OTC se materializa a través del denominado *Dodd-Frank Act*⁶⁷. Esta regulación incorpora los criterios de la cumbre de Pittsburgh y requiere que las transacciones sean colateralizadas de forma bilateral. En la Unión Europea, la iniciativa reguladora de este segmento de los mercados financieros se articula a través de la *European Market Infrastructures Regulation* (EMIR) con el fin de incorporar a los mercados financieros europeos los principios propuestos por el G20.

⁶⁷ Title VII of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act).

En lo que concierne a las IFIS, al ser instituciones supranacionales y usuarios finales de productos derivados, se redujo notablemente sus obligaciones respecto a las nuevas reglamentaciones en productos derivados después de que el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y el Organismo Internacional de Comisiones de Valores (OICV) propusieran que la obligación de pagar o recibir colateral no se aplicase a soberanos, Bancos Centrales, bancos multilaterales de desarrollo y al Banco Internacional de Pagos (BCBS, 2013).

4.2.3. Riesgo de liquidez

El riesgo de liquidez puede ser considerado desde dos perspectivas: riesgo de liquidez para la financiación y riesgo de liquidez relacionado con la actividad de trading. El primero está relacionado con la capacidad de la institución de financiarse en los mercados financieros, de mantener la liquidez suficiente y de poder entregar en todo momento el colateral pertinente a sus contrapartidas. El segundo se refiere al riesgo de que una operación no pueda ser ejecutada a precio de mercado porque en ese momento no existe una parte contraria para realizar la transacción, lo que puede llevar a pérdidas significativas si la transacción no se puede posponer.

En lo que se refiere al riesgo de liquidez para la financiación, el volumen y la gestión óptima de la liquidez se establece en función del servicio de la deuda de los años venideros, de los préstamos a desembolsar, del stock total de deuda y del volumen de las carteras de inversión. Se establecen ratios de liquidez que ofrezcan una visión pertinente de la gestión del riesgo y se determina el nivel de liquidez necesario en todo momento para mantener unos ratios satisfactorios. El nivel de liquidez perseguido se conseguirá principalmente a través de la gestión a corto plazo de depósitos bancarios, inversiones y operaciones de financiación. Las IFIS siguen criterios restrictivos en su gestión de tesorería que les permiten mantener unos ratios de liquidez elevados en comparación con otras instituciones bancarias. Un nivel de liquidez elevado constituye una garantía adicional para los inversores que decidan comprar deuda supranacional, lo que permite mejorar las calificaciones de riesgo de las instituciones que decidan incorporar este criterio a su estrategia financiera. Como consecuencia del exigente control de riesgo de las IFIS, las operaciones de tesorería a corto plazo se realizan con entidades bancarias de elevada calificación financiera.

La quiebra de Lehman Brothers o la intervención del Estado en instituciones financieras como Dexia⁶⁸, dejaron constancia de la importancia de mantener niveles de liquidez elevados en momentos de crisis durante los cuales la financiación a través de los mercados de deuda se hace imposible por un periodo de tiempo difícil de determinar de antemano. Del mismo modo se demostró que el Valor Actual Neto (VAN)⁶⁹ global de una institución bancaria ha de ser tomado como un indicador adicional y no como garantía de su solvencia. Esto es debido a que incluso con un VAN positivo y elevado, los problemas de liquidez a corto plazo pueden suponer la quiebra de una institución financiera. Por consiguiente, un VAN adaptado a los objetivos institucionales será una condición necesaria como garantía de solvencia pero no suficiente ya que habrá de complementarse con un nivel de liquidez que permita proseguir la actividad bancaria en condiciones de mercado inestables. A partir del 2008, tanto por iniciativa estratégica de las propias instituciones como por una clara tendencia de la reglamentación bancaria, la liquidez de las instituciones aumenta y es considerada como un elemento esencial a la hora de determinar su calidad crediticia. Además de los ratios de seguimiento, las IFIS elaboran escenarios de estrés que permitan analizar sus curvas de liquidez.

Dentro de su gestión de activos y pasivos, para minimizar el riesgo de liquidez para la financiación, las IFIS, como instituciones de financiación a largo plazo, mantienen una política de minimización del riesgo de transformación. Es decir, la duración media de los activos ha de situarse lo más próxima posible a la de los pasivos para evitar que ante una transformación de la curva de tipo de interés la institución se encuentre ante un serio problema de liquidez. En otras palabras, si los tipos de interés a largo plazo son más elevados que a corto plazo, la compra de activos a largo plazo financiados a corto plazo permitirá obtener un rendimiento positivo. Si el balance de una institución se encuentra configurado de esta manera y la curva de tipos se transforma de tal manera que los tipos de interés a corto plazo aumenten, la institución podrá incurrir en pérdidas importantes a la hora de refinanciar sus activos.

⁶⁸ Dexia, que fue resultado de la unión de *Crédit Communal de Belgique* y *Crédit local de France*, anuncio el 4 de octubre del 2011 las medidas a través de las cuales recibía el apoyo de los Estados belga, luxemburgués y francés. El 10 de octubre del mismo año su consejo de administración anunció las drásticas medidas que habrían de ser tomadas para estabilizar la situación de liquidez de la institución.

⁶⁹ Valor neto de la institución bancaria en el momento "0" al descontar todos sus activos y flujos financieros, de activo y pasivo, tras aplicar una tasa de descuento determinada.

En lo que se refiere al riesgo de liquidez relacionado con la actividad de trading, cada institución elegirá el modelo de gestión de dicho riesgo en función de sus actividades. Por lo general, las inversiones de las IFIS se efectúan en activos de alta calidad crediticia con el objetivo de minimizar este riesgo.

4.2.4. Riesgos operacionales, riesgo legal y riesgo regulatorio

El riesgo operacional está constituido por las pérdidas potenciales provenientes de sistemas inadecuados, fallos de gestión, falta de control, fraude y errores humanos. El riesgo tecnológico y el riesgo de modelo también son riesgos operacionales. Este último es consecuencia de los complejos modelos de valoración, principalmente de productos derivados. Las IFIS, dada su participación en los mercados de capital, se ven expuestas a todos estos riesgos por lo cual todas ellas cuentan con estructuras internas de control de riesgos operacionales.

Por otra parte, incurre en riesgo legal una contrapartida que entra en una transacción sin tener autorización o que no ejecuta una acción que le corresponde. Un cambio en la política impositiva que afecte determinadas operaciones financieras es un riesgo regulatorio. Las IFIS, dado el carácter internacional de sus operaciones, se ven expuestas a cambios regulatorios o legales que pueden afectar a sus transacciones. Para prevenirlo mantienen una relación constante con los reguladores de las áreas geográficas en las que operan.

5. La calidad crediticia del sector SSA

Para mantener una alta calidad crediticia que les permita una financiación en los mercados financieros a bajo tipo de interés, las IFIS han de gestionar los diferentes componentes de riesgo de manera óptima para que dicha gestión quede reflejada en la calificación financiera que reciban. Además de la gestión del riesgo, las garantías recibidas por parte de sus accionistas son también determinantes tanto para las calificaciones de riesgo como para el trato que reciban por parte de los reguladores.

5.1. Sector SSA y agencias de calificación financiera

La calidad crediticia de las instituciones pertenecientes al sector SSA varía debido a la variedad de sus accionarios, objetivos y naturaleza de sus balances. La mayor parte de las instituciones supranacionales tienen una calificación financiera que se sitúa en lo más alto de los mercados financieros. Dentro de los emisores sub-soberanos y agencias existe mayor diversidad en cuanto a las calificaciones de riesgo crediticio asignadas pero se puede decir que en general sus calificaciones financieras se encuentran entre las más altas de los mercados.

Tabla 10. Escala de calificaciones financieras.⁷⁰

Moody's	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	C
S&P's	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	D
Fitch	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	D

Fuente: Moody's, Standard & Poor's, Fitch

No existe hoy en día un criterio general por parte de las agencias de calificación financiera a partir del cual valorar la calidad financiera de las instituciones pertenecientes al sector SSA. Por el contrario, cada agencia aplica su propia metodología y esta no es homogénea para todo el sector sino que varía entre instituciones de desarrollo multilateral, emisores sub-soberanos y agencias.

No obstante, los informes elaborados por las agencias de calificación son importantes para los inversores a la hora de valorar la calidad crediticia de sus inversiones. Dada la importancia creciente del sector SSA, las metodologías de calificación de las diferentes agencias han evolucionado notablemente en los últimos años.

Teniendo en cuenta las tres principales agencias de calificación financiera, *Moody's*⁷¹ no aplica una metodología concreta al sector supranacional, aplica desde Enero del 2013 una metodología propia para los gobiernos locales y regionales y para las agencias aplica una

⁷⁰ Las calificaciones *Below Investment Grade* son iguales o inferiores a Ba1 (Moody's) o BB+ (S&P's y Fitch)

⁷¹ Metodología de Moody's para sub-soberanos: *Regional and Local Governments* (Moody's, 2013). Metodologías de Moody's para agencias: *Government-Related Issuers: Methodology update* (Moody's, 2010), *Joint Default Analysis* (Moody's, 2005).

metodología específica desde Julio del 2010. En el caso de S&P's⁷², la agencia ha elaborado una metodología que aplica a las entidades supranacionales desde Noviembre del 2012, no aplica una metodología concreta a los emisores sub-soberanos sino un conjunto de metodologías diferentes y sigue un procedimiento similar a la hora de analizar las agencias. Por último, en el caso de Fitch⁷³ aplica metodologías específicas para cada uno de los tres grupos de emisores que componen el sector SSA.

Todas las metodologías aplicadas analizan criterios para realizar las evaluaciones que determinen la solidez de los diferentes emisores. Para ello tienen en cuenta el nivel de capitalización para identificar y evaluar un eventual riesgo de solvencia de la entidad emisora. Tienen también en cuenta el apoyo potencial a la institución por parte de los países que componen su accionariado y a los que está asociada la estructura de capital. La liquidez, el riesgo de mercado, el riesgo operacional, el riesgo de crédito, la política de gestión de riesgos y la estrategia general de la institución serán aspectos analizados para determinar las calificaciones financieras. A pesar de que las calificaciones financieras publicadas por las diferentes agencias nos son completamente comparables guardan un cierto grado de homogeneidad y muestran como el estricto control de riesgos y el fuerte respaldo de sus accionistas permiten a las IFIS disfrutar de una alta calidad crediticia y con ella de los costes de financiación más atractivos del mercado.

Las calificaciones crediticias de las instituciones financieras internacionales y del sector SSA en general fueron muy elevadas durante los años anteriores a la crisis. Sin embargo, en los últimos años no todas las instituciones han sido capaces de mantener su calificación ante un contexto económico difícil, una estructura de capital que veía ver su calidad crediticia deteriorarse al bajar las calificaciones financieras de los propios países que formaban parte de

⁷² Metodología de S&P's para supranacionales: *Multilateral Lending Institutions and other Supranationals Institutions Rating Methodology* (S&P's, 2012). Metodologías de S&P's para sub-soberanos: *Principles Of Credit Ratings* (S&P's, 2011a), *Methodology For Rating International Local And Regional Governments* (S&P's, 2010a), *Methodology: Extended Financial Management Assessment For Non-U.S. Local And Regional Governments* (S&P's, 2010b), *Methodology: Rating A Regional Or Local Government Higher Than Its Sovereign* (S&P's, 2009a), *Methodology And Assumptions For Analyzing The Liquidity Of Non-U.S. Local And Regional Governments And Related Entities And For Rating Their Commercial Paper Programs* (S&P's, 2009b). Metodologías de S&P's para agencias: *Rating Government-Related Entities: Methodology And Assumptions* (S&P's, 2010c), *Group Rating Methodology And Assumptions* (S&P's, 2011b), *Banks: Rating Methodology And Assumptions* (S&P's, 2011c).

⁷³ Metodología de Fitch para supranacionales: *Rating Multilateral Development Banks* (Fitch, 2011). Metodologías de Fitch para sub-soberanos: *International Local and Regional Governments Rating Criteria Outside the United States* (Fitch, 2012a), *U.S. State Government Tax-Supported Rating Criteria* (Fitch, 2012b), *U.S. Local Government Tax-Supported Rating Criteria* (Fitch, 2012c). Metodología de Fitch para agencias: *Rating of Public Sector Entities (PSEs) Outside the United States* (Fitch, 2012d), *Supranationals* (Fitch, 2006).

su capital y unas carteras de inversión y préstamos en las que aumentaba el riesgo de crédito. En este sentido, las instituciones europeas son las que más han sufrido el deterioro de sus calificaciones que, a pesar de no ser muy pronunciado, ha provocado en algunos casos la pérdida de su posición como emisores de máxima calidad crediticia⁷⁴.

5.2. Ponderación del riesgo dentro del sector SSA

En las declaraciones posteriores a la cumbre de Londres del G20, hechas el 2 de abril del 2009 en relación al fortalecimiento del sistema financiero internacional, se solicitó un esfuerzo global con el objetivo de reforzar la transparencia y la regulación, incrementando para ello la cantidad y calidad del capital del sistema bancario una vez afianzada la recuperación económica. La declaración proponía también la introducción de medidas dirigidas a limitar el apalancamiento del sistema bancario y la implementación de mayores reservas de liquidez (G20, 2009).

Seguidamente, el Grupo de Gobernadores de los Bancos Centrales y Jefes de Supervisión, en respuesta al mandato recibido del G20, acordó una serie de medidas con el fin de reforzar la regulación del sector bancario que fueron finalmente aprobadas en diciembre del 2010 y publicadas por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, 2010). Estas medidas son actualmente conocidas como el marco regulador Basilea III.

En este sentido, la Unión Europea aprueba el 26 de junio del año 2013 la Regulación 575/2013 y la Directiva 2013/36/EU que constituyen el marco jurídico para el acceso a la actividad, la supervisión y las reglas prudenciales de las instituciones de crédito y de inversión (EU, 2013a; 2013b).

El nuevo marco normativo de la Unión Europea, con entrada en vigor el 1 de enero del 2014, prevé la valoración de la exposición al riesgo de crédito en las partidas del activo. Así, el valor de una partida concreta será el valor contable restante tras la aplicación de los ajustes por riesgo de crédito que le correspondan. El ajuste por riesgo de crédito será del 100% si se

⁷⁴ Como ejemplo, el Banco de Desarrollo del Consejo de Europa y Eurofima, ambas anteriormente con la máxima calificación financiera por parte de S&P's, Moody's y Fitch, sufrieron una bajada de sus calificaciones financieras. Por otra parte, el 20 de diciembre del 2013 S&P's anuncia su bajada de calificación a la Unión Europea que pasa de AAA a AA+.

trata de una exposición a una contrapartida de alto riesgo, del 50% si la contrapartida es de riesgo medio, del 20% si es medio/bajo y del 0% si la contrapartida es de riesgo bajo⁷⁵. Cada exposición se clasifica, en función de la tipología del emisor del activo, dentro de una de las diecisiete categorías predeterminadas por el regulador. Dentro de dichas categorías, las cinco primeras conciernen al sector SSA:

- a) Exposición frente a administraciones centrales o Bancos Centrales
- b) Exposición frente a administraciones regionales o autoridades locales
- c) Exposiciones frente a entes del sector público
- d) Exposición frente a bancos multilaterales de desarrollo
- e) Exposición frente a organizaciones internacionales

La asignación del coeficiente de ponderación de riesgo de los emisores pertenecientes al sector SSA varía en función la calidad crediticia y las garantías de cada institución. En el caso de las instituciones financieras europeas clasificadas en la Tabla 8, la asignación del coeficiente de ponderación de riesgo por parte de la normativa aplicada es, para todas ellas, del 0%.

6. Conclusión del segundo capítulo

Dentro de este segundo capítulo un aspecto a tener especialmente en cuenta es el de la clara diferenciación de los ámbitos operativos de las IFIS. Además de su bien conocida actividad de proyectos no hay que olvidar su segundo gran ámbito de actuación, el de las operaciones financieras en los mercados de capital. Como hemos visto, estas operaciones se dividen a su vez en operaciones de financiación, de tesorería, de inversión y de cobertura.

El concepto de riesgo y la integración de su gestión en las instituciones financieras son determinantes para poder entender la participación de las IFIS en los mercados financieros internacionales. Las IFIS adoptarán las estrategias necesarias para una alta calidad crediticia que les permita acceder a los mercados de deuda en condiciones favorables. Para ello es

⁷⁵ La asignación de los coeficientes de ponderación de riesgo de los activos de una institución serán determinados por una *External Credit Assessment Institution (ECAI)* dentro del *Eurosystem Credit Assessment Framework (ECAAF)* como establecido en la Regulación (EC) N° 1060/2009.

importante mantener una estructura de capital sólida, unos niveles de liquidez que garanticen la continuidad de las actividades ante mercados inestables e introducir políticas de gestión de riesgo adecuadas que limiten los riesgos a los que se encuentran expuestas sus diferentes actividades. En este sentido, hemos analizado atentamente los principales riesgos a los que se exponen: riesgo de mercado, riesgo de crédito y riesgo de liquidez.

Para encuadrar la gestión de riesgos de las IFIS dentro de la realidad financiera actual hemos de entender las iniciativas reguladoras surgidas tras la última crisis financiera. Los cambios en la regulación financiera global tienen el objetivo de limitar los riesgos financieros del sistema bancario y de los mercados financieros internacionales. En el caso de Europa, una serie de medidas están siendo implementadas para conseguir unos mercados financieros estables que permitan una financiación conveniente de la economía europea y que participen a la sostenibilidad del sistema financiero global. Estas iniciativas surgen al ver que la consecuencia directa de la crisis financiera europea es el disfuncionamiento de los mercados de capital como fuente de financiación de la economía real. La falta de financiación conlleva para las empresas la imposibilidad de efectuar nuevos proyectos de inversión, la pérdida de puestos de trabajo, un deterioro del consumo y una bajada del crecimiento económico que, como se ha experimentado en Europa, lleva a periodos agudos de recesión.

La existencia de unos mercados financieros estables que financien la economía real es fundamental para conseguir el crecimiento económico. Para ello, el sistema financiero europeo ha de recobrar la capacidad de facilitar recursos financieros a las empresas de tal manera que estas puedan invertir y crear empleo. En este sentido, se han adoptado una serie de medidas con el fin de restablecer un grado de estabilidad suficiente en los mercados de capital que permita su buen funcionamiento para que puedan a su vez desempeñar su cometido y contribuir al crecimiento mediante la canalización de recursos financieros. Así, como vimos en el Capítulo 1, los programas de apoyo europeos a los países con dificultades para financiarse de manera autónoma, han permitido conseguir cierta estabilidad macroeconómica y recuperar la confianza en los bonos europeos por parte de los inversores internacionales. Hemos constatado durante el año 2013 una mayor estabilidad en las curvas de financiación de los países europeos que sufrieron mayor volatilidad durante la crisis y una disminución en los precios de sus derivados de crédito.

La creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad ha propiciado una cierta estabilidad de curvas de tipo de interés europeas, especialmente las de los países del sur, y constatamos tanto una mejora de las calificaciones de Chipre y Grecia como de la percepción de Portugal en los mercados financieros frente a su capacidad de financiación futura tras el fuerte esfuerzo financiero económico realizado para la moderación del gasto público. Por otra parte, Irlanda es un buen ejemplo de las mejores económicas posibles tras la reestructuración del sector financiero.

En el caso de España, en la segunda mitad del 2013 ha mejorado la calificación crediticia asignada por las tres principales agencias de rating que han tenido especialmente en cuenta las medidas de austeridad fiscal establecidas por el gobierno con el objetivo de corregir las cuentas públicas. Desde un punto de vista estructural, el aumento de las exportaciones, como consecuencia de una mejora en la competitividad ocasionada por la reforma laboral y la disminución de los costes salariales, ha permitido el superávit de cuenta corriente en la balanza de pagos. Si el aumento de la competitividad española y el desendeudamiento del sector privado persisten, este superávit debería mantenerse, favoreciendo al ciclo alcista de la economía. Las mejoras en el sistema financiero español, tras el proceso de concentración del sector y capitalizaciones bancarias, han favorecido igualmente el cambio de tendencia en sus calificaciones crediticias (S&P's; Moody's; Fitch, 2014). El caso español es relevante ya que en muchos aspectos representa un referente europeo en lo que a reformas se refiere. Tras la implementación de dichas reformas podemos constatar la mejora de variables determinantes para el paso hacia un ciclo económico alcista. Así, el contrato CDS español a cinco años se situaba en el 2012 en niveles superiores a los 600 puntos básicos mientras que a finales del 2013 el mismo contrato se sitúa en torno a los 150 puntos básicos. El bono del tesoro español a diez años se situaba en el 7% a finales del 2012 y en torno al 4% un año después (Bloomberg, 2014). La economía española perdió una media de 300.000 empleos por trimestre durante el año 2012, a finales del 2013 comienza a crearse empleo y se sale de la recesión. En España, tras el proceso de concentración bancaria, la ayuda recibida por el MEDE y las medidas tomadas respecto a los activos bancarios de baja calidad, la reestructuración del sector bancario se encuentra en un estado avanzado que debería comenzar a propiciar la financiación de la economía real española.

La entrada en vigor del Mecanismo Único de Supervisión en 2014, con el BCE como supervisor bancario único, tras la ejecución del test de estrés del sector bancario europeo y la

puesta en marcha de un Mecanismo Único de Resolución que incluya un Fondo Único de Resolución, constituyen etapas necesarias para una futura creación de una Unión Bancaria europea que propicie un mayor grado de estabilidad en los mercados financieros.

El Mecanismo Único de Resolución deberá permitir minimizar el coste de financiación o liquidación de las instituciones adoptando el principio de *Bail-in* que permite liberar al contribuyente y al ahorrador de cargas financieras ya que pérdidas y costes han de ser asumidas por tanto por los accionistas como por los obligacionistas y los depósitos bancarios han de ser protegidos. Para la adopción de un MUR eficaz será necesaria la adopción de un compromiso político entre sus países miembros que acuerde la modalidad de su política de toma de decisiones, que establezca el origen de su financiación y que fije las reglas para la obtención de apoyo financiero. En este sentido y a pesar de las dificultades políticas asociadas a la creación de los diferentes mecanismos, las reformas del sistema bancario europeo han de permitir que el marco regulatorio propicie la estabilidad del sistema financiero sin que el sector bancario pierda competitividad al ejercer sus funciones.

Los cambios regulatorios europeos han de tener como objetivo el apoyar el proceso de estabilización de los mercados de capital que propicie la financiación de la economía real a partir de un sistema financiero eficiente. Así mismo, la implementación de las recomendaciones de Basilea respecto al capital y la liquidez de las instituciones bancarias, comparten los mismos objetivos.

A lo largo de este periodo de cambio regulatorio y de transformación de los mercados financieros, las IFIS europeas han facilitado financiación a proyectos de desarrollo con impacto directo en las economías reales de los países europeos en situación de dificultad. Su presencia como fuente de financiación, en este caso a través de su actividad de préstamo, ha permitido llevar a cabo proyectos en infraestructuras de envergadura, proyectos de carácter social y una acentuación de su participación en proyectos de financiación de la pequeña y mediana empresa, sector económico de gran importancia en economías como la italiana o la española.

CAPÍTULO 3 – LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES EN LOS MERCADOS DE DEUDA (I) – VOLUMEN DEL MERCADO

1. Introducción al tercer capítulo

En el presente capítulo comenzamos por analizar la actividad de financiación en las IFIS, actividad que proporciona los recursos financieros necesarios para que las organizaciones puedan desarrollar sus actividades y conseguir los objetivos establecidos. La presencia de las IFIS en los mercados de capital se materializa principalmente mediante su actividad de financiación y por ello es importante analizar los mercados de deuda.

Tras analizar la actividad financiera realizamos un análisis del volumen de actividad del mercado con el objetivo de ofrecer una visión cuantitativa del sector. Ese análisis es de carácter gráfico y se ha realizado utilizando datos provenientes de fuentes estadísticas oficiales de las zonas geográficas de estudio. En un primer momento distinguimos entre emisiones del sector público y emisiones del sector privado. Consideramos necesario que este análisis permita no solo comparar los volúmenes de emisión de las diferentes IFIS y agencias sino también los volúmenes totales emitidos por el sector SSA con los emitidos por otros sectores. Dentro del sector SSA efectuamos la distinción entre agencias americanas y el resto de los emisores SSA. Esta distinción es debida a los fuertes volúmenes emitidos por las

agencias americanas en los años anteriores a la crisis financiera, lo que ocasiona su trato como una categoría diferenciada del resto del sector. Se analizan con atención los volúmenes emitidos por los países de la Eurozona y por los países que sin pertenecer a ella sean miembros de la Unión Europea.

Estudiamos PIB, inflación y desempleo con el fin de contextualizar nuestro análisis de deuda respecto a la trayectoria económica de las zonas geográficas analizadas. Terminamos el capítulo con un estudio comparativo de la deuda viva global.

2. Análisis de la actividad de financiación

Cuando se observa la estructura de capital de los bancos supranacionales se constata que el capital desembolsado es generalmente reducido en comparación con el suscrito. Como hemos visto anteriormente, el capital desembolsado y las reservas constituidas por los beneficios generados y no repartidos a los accionistas en forma de dividendos serán susceptibles de usos alternativos adecuados a la estrategia de utilización de recursos propios de cada institución. Estos podrán ser empleados en el desembolso de préstamos, en la constitución de carteras de inversión a largo plazo o en una combinación de ambas actividades.

Cuando los fondos propios sean destinados a carteras de inversión, estas constituirán el último recurso financiero de la institución antes de recibir, en caso de necesidad, el capital suscrito y no desembolsado por los accionistas. En caso de ser utilizados para financiar préstamos, la institución tendrá la posibilidad de efectuar una mejora de los tipos de interés en su actividad de préstamo ya que estos son financiados no solo a través de los mercados de capital a un coste de financiación determinado sino también con fondos propios a los que no se les asigna coste de financiación alguno. Los bancos multilaterales de desarrollo no reciben cuotas o desembolsos anuales por parte de los países miembros por lo que los recursos necesarios para realizar sus operaciones bancarias provienen mayoritariamente de los mercados de capital. Por tanto, la estrategia de financiación y las condiciones bajo las que obtienen los recursos necesarios serán determinantes a la hora de conseguir los objetivos asignados a cada institución. En este sentido, la existencia de unos mercados financieros eficientes es absolutamente necesaria para poder redistribuir recursos ociosos y dirigirlos a proyectos que generen crecimiento económico.

La participación de las IFIS europeas como emisores de deuda en los mercados internacionales de capital es muy variada. Estas instituciones son frecuentemente las primeras en participar en la creación de mercados domésticos que aporten financiación y apoyo al crecimiento económico de países en desarrollo. Al mismo tiempo, dados sus elevados volúmenes de financiación, están presentes en los grandes mercados: el americano y el europeo. Dentro de su estrategia de financiación también caben transacciones cuyo principal objetivo sea la minimización del coste de financiación. El acceso a los diferentes mercados y las estrategias de financiación de las IFIS serán, como veremos, de gran diversidad.

A pesar de las fuertes disparidades entre unas y otras, existen una serie de características generales que pueden englobar la actividad de financiación de las IFIS. Así, los vencimientos de sus emisiones de deuda van del muy corto plazo a las emisiones *ultra-largas*,⁷⁶ superiores a los treinta años. Uno de sus objetivos principales será el de mantener una duración de sus pasivos similar a la de sus activos de modo que no se vean afectados por cambios de los tipos de interés de mercado. Una gran parte de los proyectos de desarrollo financiados lo serán a plazo largo ya que precisamente este tipo de recursos es el más necesario para fomentar el crecimiento económico. Por lo tanto se mantendrá como objetivo el emitir deuda cuya vida media se encuentre cercana a la de los activos.

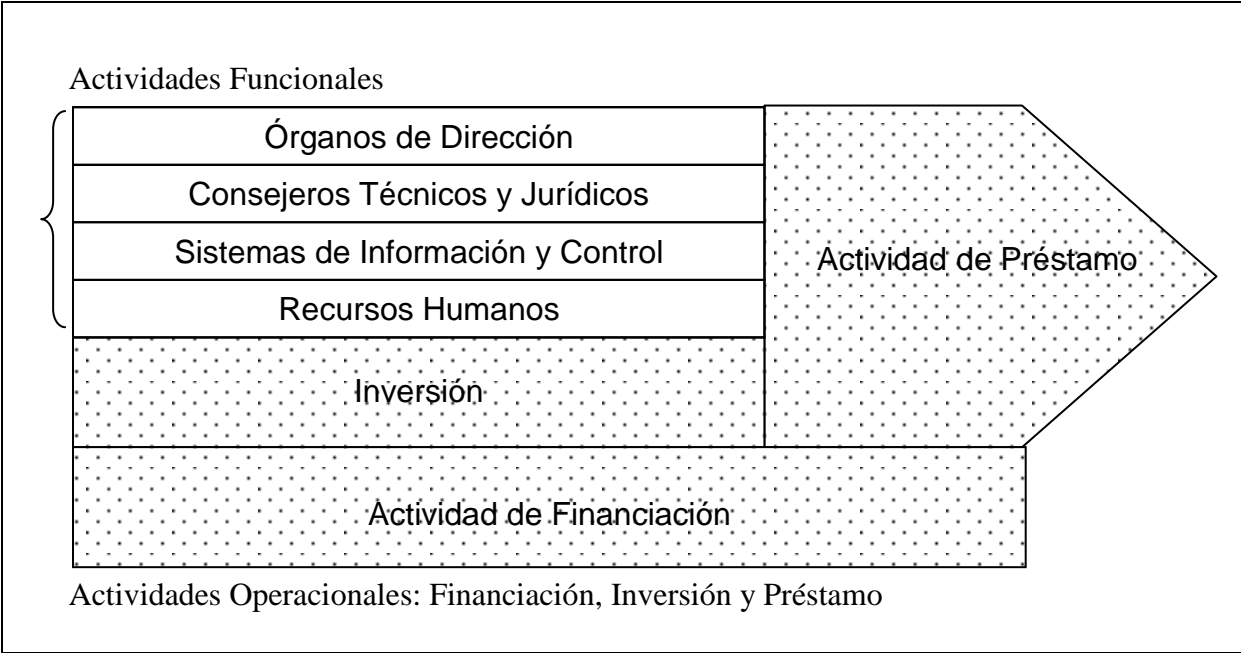
Según sea el volumen de las necesidades anuales de cada supranacional, unos tendrán mayor flexibilidad que otros en sus estrategias de financiación. El BEI, con unos volúmenes anuales en torno a los €70 billones (EIB, 2013a), tendrá que ajustarse a un programa de emisión de deuda mucho más estricto que el BERD o el BDCE, con programas en torno a los €7 billones el primero y €4 billones el segundo (EBRD; CEDB, 2013a).

La actividad de financiación puede considerarse como una actividad de soporte pero nunca como actividad secundaria respecto a la de préstamo, a pesar de que esta última constituya la razón de ser de las instituciones financieras multilaterales. Su importancia es vital ya que a través de ella se obtendrán los recursos tanto para financiar dichos préstamos como para realizar las inversiones necesarias que garanticen la liquidez y la solvencia de las IFIS sin necesidad de que sus accionistas tengan que desembolsar la totalidad del capital suscrito.

⁷⁶ Dentro del sector SSA, el Banco Europeo de Inversiones es la institución con el volumen de emisión ultra-larga más significativo. En lo que se refiere a los emisores soberanos, el reino unido es un emisor regular de este tipo de productos.

A la hora de elaborar su estrategia global, los bancos supranacionales han de otorgar a la actividad de financiación la relevancia que merece estableciendo los principios básicos que garanticen la obtención de recursos de manera regular y óptima, garantizando así el buen funcionamiento de la institución.

Gráfico 9. Segmentación estratégica de actividades bancarias en las IFIS.



Fuente: Elaboración propia

De este modo, a la hora de realizar la segmentación estratégica de las diferentes actividades llevadas a cabo, la actividad de financiación será la base a partir de la cual las actividades de inversión y préstamos podrán implementar sus objetivos y contribuir a la creación de fondos propios. El coste de obtención de los recursos será por tanto una variable determinante para las IFIS a la hora de conseguir sus objetivos.

La optimización del coste de los recursos facilitará la obtención de márgenes de beneficio en la gestión de las inversiones. La rentabilidad de las IFIS crecerá y los beneficios podrán ser llevados a reservas aumentando estas los fondos propios, proceso que permitirá desarrollar la capacidad de préstamo.

Para obtener su financiación bajo las mejores condiciones de mercado posibles las IFIS, como hemos visto en el capítulo anterior, mantienen un bajo perfil de riesgo que les permite recibir

calificaciones financieras que confirmen una sólida estructura financiera y un control de riesgos exhaustivo. De este modo, la actividad de financiación aportará a las instituciones los recursos necesarios a un coste que permita efectuar de manera eficiente el desembolso de los préstamos aprobados y las inversiones de las carteras de inversión. Estas últimas realizan una doble contribución ya que son generadoras de beneficio al mismo tiempo que dan solidez a la estructura financiera, evaluada a través de diferentes ratios financieros.

Además de la propia estrategia adoptada y los objetivos marcados por cada entidad, la actividad de financiación se verá influida por numerosos factores externos como son las condiciones de los mercados financieros, la coyuntura política, la evolución del contexto socioeconómico, el papel de los diferentes reguladores de mercado o incluso el desarrollo de útiles y plataformas tecnológicas.

3. La financiación de las IFIS a través de los mercados internacionales

Para entender las estrategias de financiación aplicadas por las IFIS habrá que, además de ser consciente de la importancia de dicha actividad para las instituciones, contextualizarlas dentro de los mercados internacionales de capital.

A pesar de ser el sector SSA el que incluye un mayor número de emisores de alta calidad crediticia dentro del mercado, su actividad de financiación se encuentra estrechamente ligada a las tendencias de los mercados financieros y las fluctuaciones en los mercados internacionales afectarán directamente en sus costes de financiación. Dicho impacto varía de unas instituciones a otras en función, entre otras variables, de cual sea su estructura de capital, la composición de la cartera de préstamo y las garantías de los accionistas hacia cada institución.

A la hora de colocar los bonos emitidos las IFIS mantienen una base de inversores altamente internacionalizada formada por Bancos Centrales, Fondos Soberanos, fondos de pensiones, gestores de activos, grandes corporaciones no financieras, banca comercial y de inversión. Todos ellos aplican criterios de aversión al riesgo en sus estrategias de inversión generales o de ciertas carteras, por lo que los títulos emitidos por las IFIS entran dentro de dichos criterios. La aversión al riesgo de los inversores depende en gran medida de la coyuntura de

los mercados, a mayor incertidumbre y volatilidad mayor será la demanda de bonos emitidos por entidades AAA, pero depende también de la normativa reguladora.

Recuadro 13. Emisiones públicas y emisiones privadas.

Las emisiones de deuda realizadas por las IFIS pueden clasificarse en públicas y privadas. Se considerarán emisiones públicas las que se encuadran dentro del mercado de bonos internacionales, negociables y con un alto nivel de liquidez. Este tipo de emisiones de referencia representaban entre el 80% y el 90% del volumen total emitido en el año 2004 (Barclays, 2005). Sin embargo, tras la crisis financiera las emisiones privadas, en muchas ocasiones de carácter estructurado, disminuyen de manera importante y en el 2013 se estima que las emisiones publicas superan el 90% del total (Barclays, 2013).

Las emisiones privadas son transacciones realizadas entre la institución y un inversor siendo la información sobre los términos de la operación de carácter privado y generalmente careciendo de registro en una plaza de negociación secundaria. En el caso de las emisiones públicas, sus términos son públicos y son negociadas en una plaza financiera.

4. Volumen del mercado de deuda

Antes de abordar el análisis de la actividad de financiación de las IFIS es necesario comparar los volúmenes de deuda que emiten con los emitidos por otros sectores del mercado. Esta tarea es compleja ya que existen diferencias entre las distintas estimaciones, tanto oficiales como privadas, respecto a volúmenes y estadísticas en relación a la deuda total emitida.

Al no existir un consenso claro en los mercados a la hora de determinar las instituciones que pertenecen a cada uno de los sectores y segmentos del mercado, elaboramos nuestro análisis de volumen del mercado de deuda utilizando información obtenida a través de las bases de datos constituidas por Dealogic y Bloomberg. Utilizamos igualmente información proveniente de los Tesoros Públicos y las diferentes instituciones emisoras de deuda. Estos datos nos permiten establecer las diferentes categorías de emisores y determinar los volúmenes emitidos por cada una de ellas.

4.1. Emisión de deuda sindicada

Consideramos deuda sindicada a toda emisión de bonos a medio y largo plazo que es realizada por una entidad emisora y distribuida por el sector bancario a los inversores finales. Dado el volumen de estas transacciones, generalmente importante, intervienen varias instituciones bancarias en el proceso de distribución de los bonos, lo que determina el carácter sindicado de la operación. Las emisiones sindicadas constituyen el proceso habitual de emisión a excepción de las subastas de deuda realizadas por los emisores soberanos.

Con el fin de establecer las categorías de emisores de deuda sindicada utilizamos la información facilitada por la base de datos elaborada por Dealogic que permite analizar los volúmenes de deuda sindicada emitida y dividirla por sectores.

Recuadro 14. Deuda sindicada del sector público y del sector privado.

En nuestro análisis, empezamos por dividir los volúmenes totales emitidos de deuda sindicada en dos grandes grupos: sector público y sector privado.

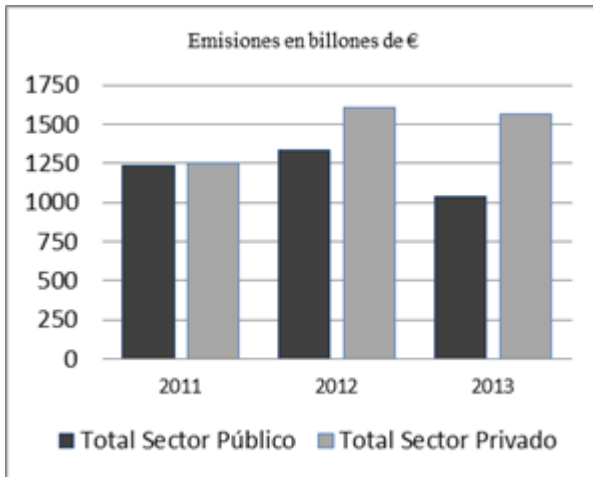
El sector público lo dividimos a su vez entre emisores SSA no americanos y agencias americanas⁷⁷. Las emisiones SSA realizadas por emisores no americanos incluyen las emisiones de bonos sindicadas efectuadas por los gobiernos europeos⁷⁸. No se incluyen las emisiones realizadas por subasta pero, a fines comparativos, se indican los volúmenes emitidos por los países de la Eurozona mediante dicho procedimiento.

El sector privado lo dividimos en corporaciones empresariales emisoras de deuda y entidades financieras, haciendo la diferencia en estas últimas entre emisiones no titularizadas y emisiones titularizadas. Obtenemos así cinco grandes categorías dentro de la deuda sindicada: SSA sin agencias americanas, agencias americanas, corporaciones empresariales, entidades financieras-no titularizada y entidades financieras-titularizada.

⁷⁷ Las agencias americanas son generalmente consideradas como un subsector diferenciado, el GSE, *Government Sponsored Entities*.

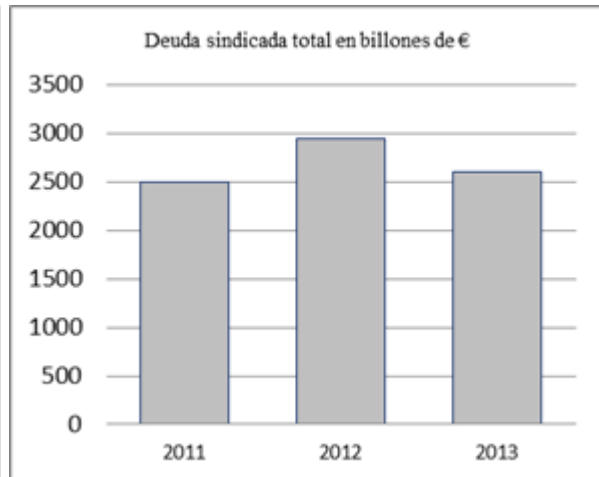
⁷⁸ El Reino de España realiza, con éxito, el 22 de Enero del 2014 la mayor transacción sindicada de la historia de la Eurozona. La transacción se ejecuta a un vencimiento a diez años, su nominal es de €10 billones y la suscripción tuvo un *bid to cover ratio* de 4, es decir, los inversores suscribieron €40 billones de los que se adjudicaron €10 billones.

Gráfico 10. Emisiones sindicadas.



Fuente: Elaboración propia con datos de Dealogic

Gráfico 11. Emisiones sindicadas totales.

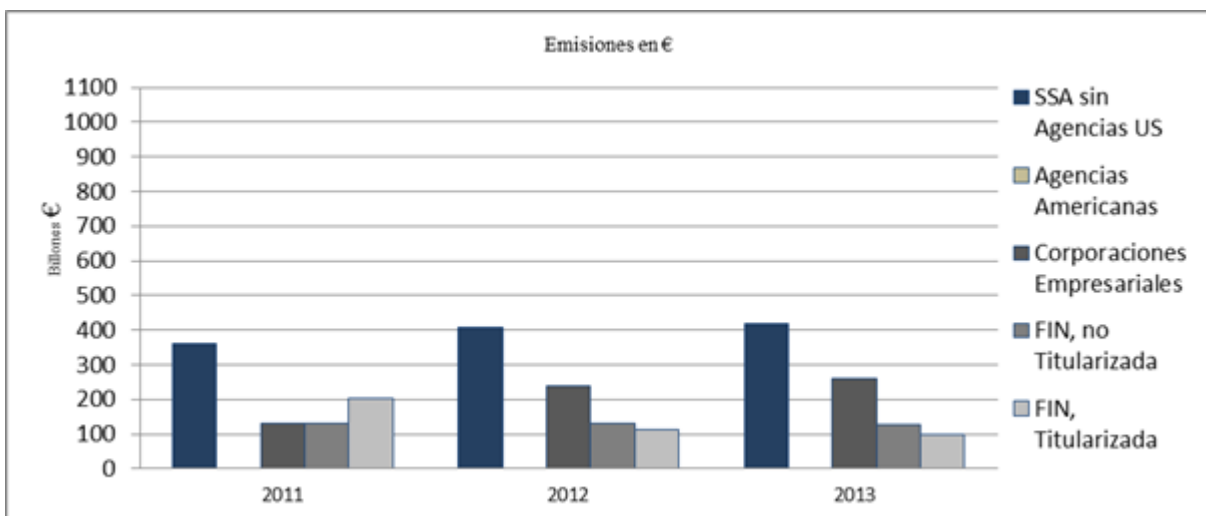


Fuente: Elaboración propia con datos de Dealogic

Siempre a efectos comparativos, la deuda emitida en dólares o libra esterlina se ha convertido en euros. Observamos un descenso importante de las emisiones del sector público respecto al privado en el año 2013 debido a una mejora en la economía, especialmente la americana, que favorece el endeudamiento del sector privado. También es importante el descenso en este año de la deuda emitida por las agencias americanas.

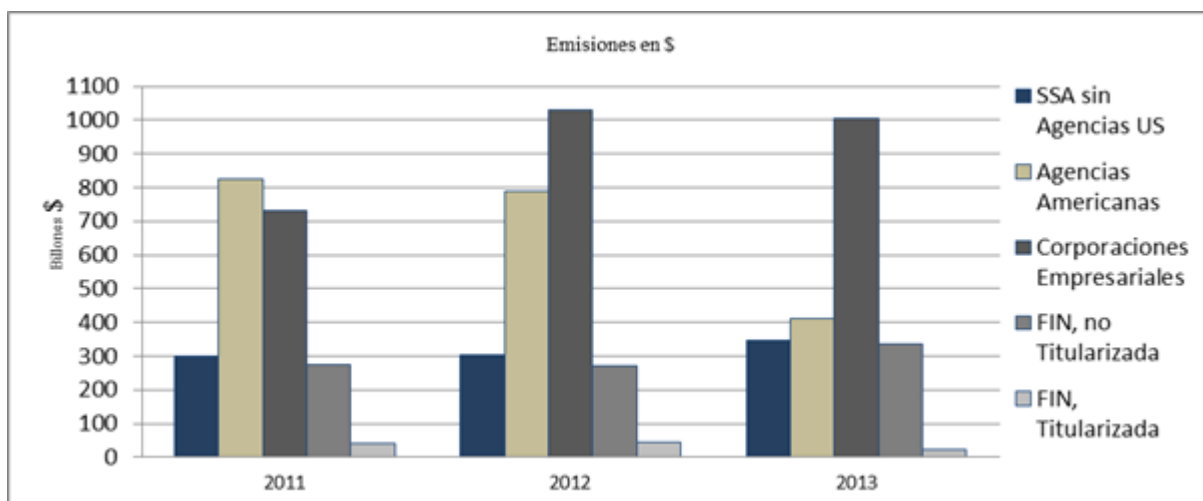
Seguidamente se presentan los volúmenes emitidos por cada uno de los cinco grupos establecidos anteriormente en los tres mercados de mayor tamaño: euro, dólar y libra esterlina. Con el fin de permitir una mayor comparabilidad volumétrica, los gráficos de los tres mercados guardan la misma escala y las cantidades se expresan en la moneda de origen.

Gráfico 12. Volumen de emisión de deuda sindicada en €.



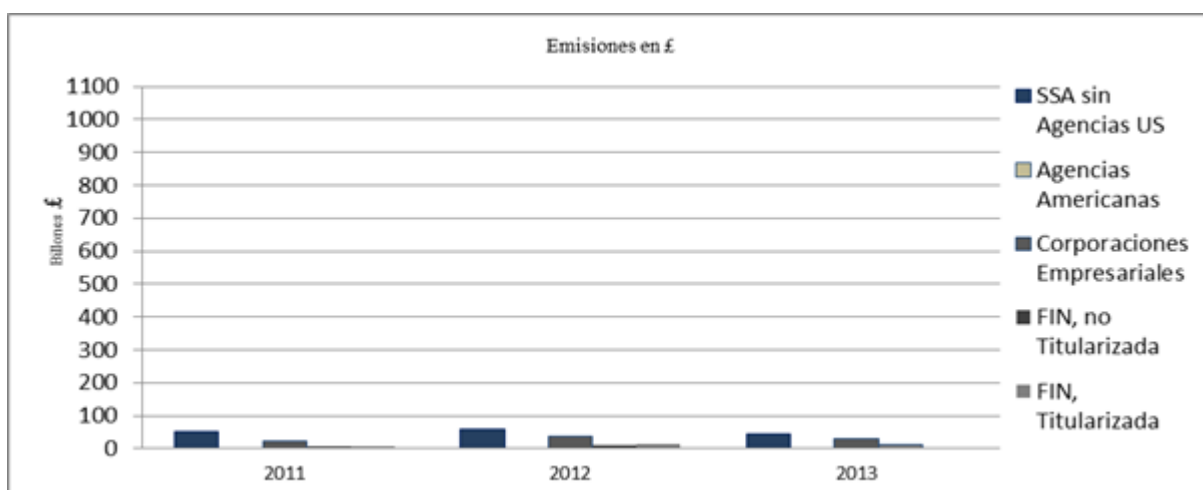
Fuente: Elaboración propia con datos de Dealogic

Gráfico 13. Volumen de emisión de deuda sindicada en \$.



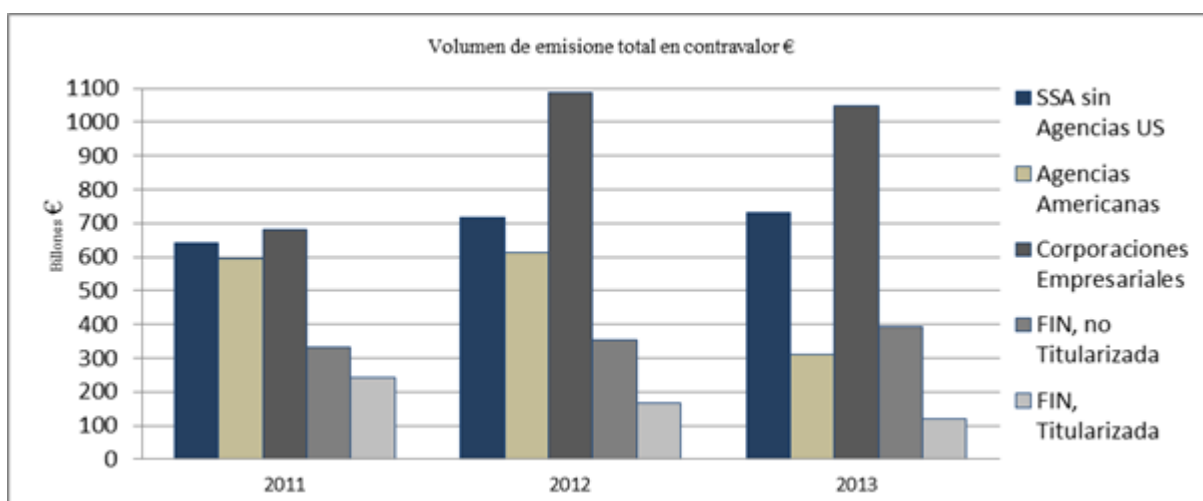
Fuente: Elaboración propia con datos de Dealogic

Gráfico 14. Volumen de emisión de deuda sindicada en £.



Fuente: Elaboración propia con datos de Dealogic

Gráfico 15. Volumen de emisión total de deuda sindicada convertida en €.



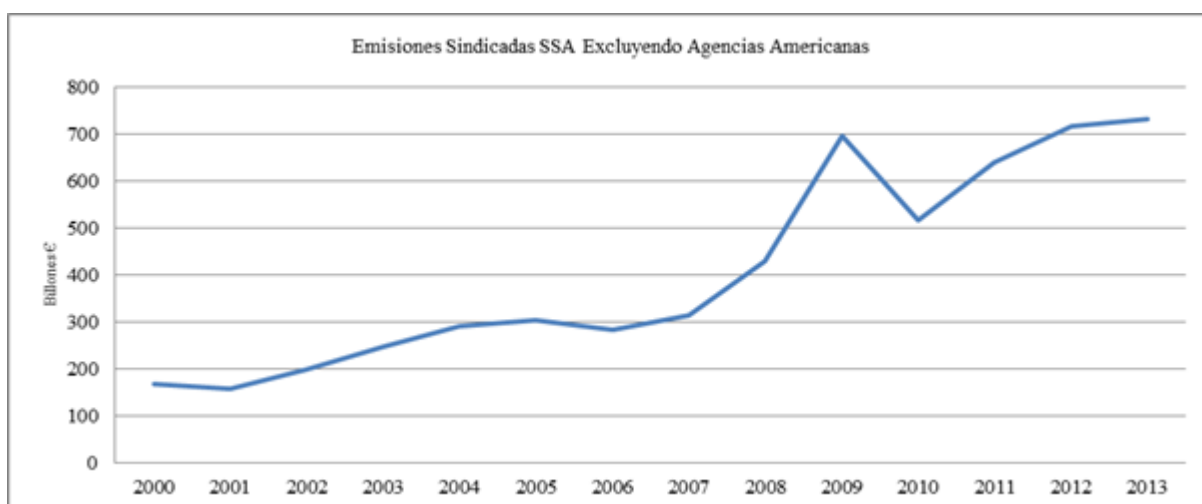
Fuente: Elaboración propia con datos de Dealogic

4.2. Volumen de emisión del sector SSA excluyendo agencias americanas

A la hora de medir el volumen total de emisión del sector SSA consideramos pertinente efectuar la diferenciación entre las emisiones de las agencias americanas y el resto del sector dado el importante volumen que estas representan. Por otra parte, los acontecimientos financieros acaecidos desde el 2007 han tenido un impacto muy diferente en cada uno de los dos grupos ya que mientras que el volumen de emisión del primero ha decrecido de manera constante desde el comienzo de la crisis, el del segundo ha ido aumentando. La crisis financiera origina nuevos emisores como las agencias financieras europeas y provoca la disminución de la participación en los mercados de otros, como es el caso de las agencias americanas dedicadas a la financiación del sector hipotecario.

Utilizando las series de datos de Bloomberg, analizamos la evolución de las emisiones realizadas por el sector SSA excluyendo las agencias americanas durante el periodo 2000-2013 con el objetivo de obtener una perspectiva temporal que nos permita evaluar el impacto de la coyuntura económica y financiera en los volúmenes de deuda emitida. A pesar de que los emisores soberanos no pertenecen al sector SSA tal y como lo hemos definido en nuestra Tesis⁷⁹, a la hora de analizar el volumen de mercado se incluyen dentro de este sector las emisiones sindicadas realizadas por los emisores soberanos europeos⁸⁰.

Gráfico 16. Emisiones SSA excluyendo agencias americanas.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Dealogic

⁷⁹ En algunas ocasiones la definición de sector SSA integra soberanos, supranacionales y agencias, incluyendo dentro del segmento soberanos a los emisores sub-soberanos.

⁸⁰ Las consideramos como parte del sector sub-soberano. Los emisores soberanos se financian mayoritariamente por subasta. Ciertos emisores soberanos europeos y Canadá realizan además algunas emisiones sindicadas.

A partir de la crisis financiera los volúmenes de emisión del sector SSA crecen significativamente. El aumento en el volumen emitido viene acompañado de una fuerte volatilidad en el mercado que provoca variaciones muy significativas en los costes de financiación de los emisores. Esta volatilidad, como veremos en los próximos capítulos, viene originada por datos económicos negativos, tensiones en los sistemas financieros y los riesgos relacionados con la Eurozona. Los emisores SSA tendrán que adaptarse a este nuevo contexto tras años de gran estabilidad en los mercados financieros para optimizar sus costes de financiación.

No incluyendo los programas de financiación de las agencias norteamericanas, el volumen de emisión del sector SSA se establece en €733 billones en el año 2013, un 28% de la suma total de las emisiones realizadas en los mercados internacionales de capital durante ese mismo año. La proporción de las emisiones SSA dentro de este grupo se mantienen entre el 24% y el 28% durante el periodo 2009-2013. Incluyendo las agencias americanas dentro del sector SSA, el porcentaje se encuentra entre el 30% y el 34% (Dealogic, 2013).

Los volúmenes de emisión del sector SSA crecen de manera muy significativa a partir del año 2008. Para analizar dicha evolución hemos tenido en cuenta en primer lugar los volúmenes de emisión total de las instituciones supranacionales. En segundo lugar las emisiones del sector sub-soberano incluyendo en este caso las emisiones soberanas sindicadas, es decir, no llevadas a cabo mediante un proceso de adjudicación. En tercer lugar las emisiones realizadas por agencias no americanas. Los volúmenes representados en el gráfico número 16 corresponden al contravalor en euros de todas las emisiones realizadas por los emisores citados anteriormente en euro, dólar, libra esterlina y franco suizo⁸¹. Tomando la actividad del año 2012 como referencia, en cuanto a la distribución de las emisiones por divisas, un 61% corresponde a emisiones en euro, 25% en dólar, 13% en libra esterlina y 1% en franco suizo. En cuanto al reparto por tipo de emisor, un 44% corresponde a agencias excluyendo las americanas, un 31% al sector sub-soberano incluyendo emisiones sindicadas de soberanos y un 25% a instituciones supranacionales (Dealogic, 2013).

En términos de absorción de la deuda, tanto la aversión al riesgo por parte de los inversores como los cambios regulatorios han fomentado la demanda de los bonos emitidos por el sector

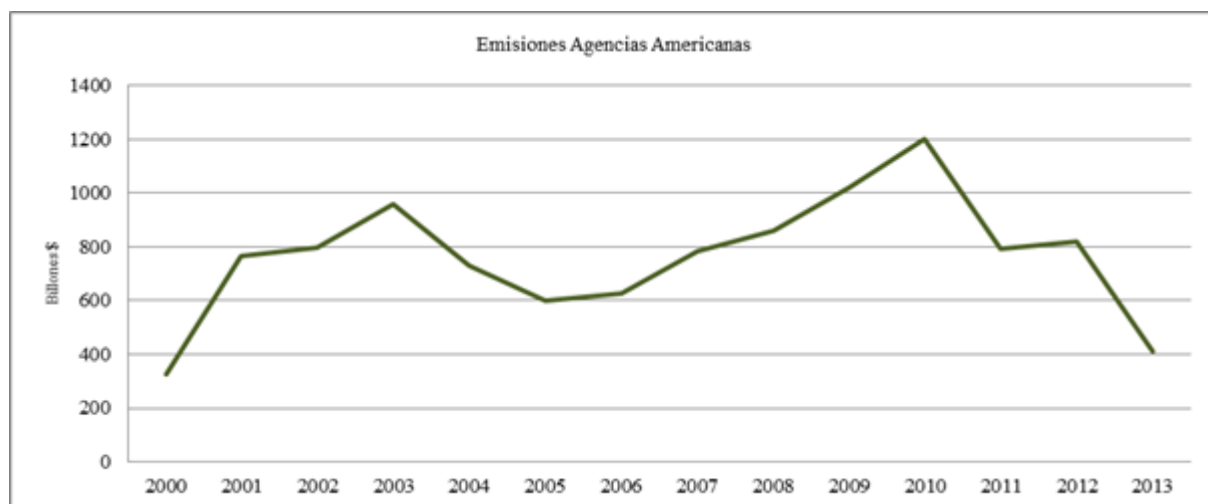
⁸¹ Principales mercados de emisión. Teniendo en cuenta otros mercados de menor volumen como el australiano, canadiense y neozelandés, los volúmenes totales de emisión resultarían marginalmente superiores.

SSA. La disminución de los volúmenes emitidos por agencias americanas, que ha pasado de \$1,2 trillones en el año 2010 a \$800 billones en el año 2011 y a \$400 billones en el 2013, supone igualmente un incremento de la base de inversores de las SSA no americanas ya que los inversores tendrán que buscar productos financieros alternativos de alta calidad crediticia.

4.3. Volumen de emisión de las agencias americanas

A continuación presentamos gráficamente la evolución de las emisiones de deuda efectuadas por las agencias americanas desde el año 2000, constatando un claro descenso de la actividad emisora a partir del año 2010.

Gráfico 17. Volumen de emisión agencias americanas.



Fuente: Elaboración propia con datos de Dealogic

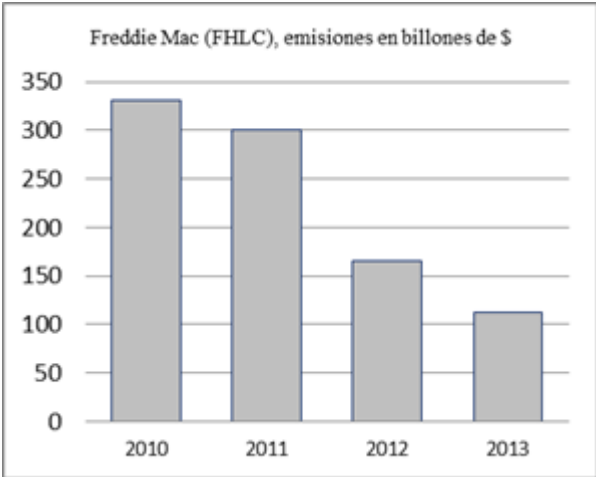
Las tres principales agencias norteamericanas, cuyo objetivo es la creación de un mercado hipotecario eficaz, son la *Federal National Mortgage Association* también conocida como *Fannie Mae* (FNMA), la *Federal Home Loan Mortgage Corp* o *Freddie Mac* (FHLC) y la *Federal Home Loan Bank* (FHLB). Entre las tres realizaban en torno al setenta y cinco por ciento de los volúmenes totales emitidos por las agencias norteamericanas durante los años anteriores a la crisis.

Sin embargo, a partir de la crisis de liquidez del 2007, las dos primeras agencias comienzan a tener problemas de liquidez y solvencia por lo que son intervenidas por el gobierno americano. *Fannie Mae* recibe aportaciones de capital por un total de \$116,2 billones durante

el periodo 2008-2011 con la mayor aportación de \$60 billones en el año 2009 y *Freddie Mac* recibe \$72 billones durante el periodo 2008-2011 con la mayor aportación de \$45 billones en el año 2008 (Barclays, 2013). A partir del momento en que son intervenidas, intereses y principal de la deuda emitida son garantizados por el gobierno y se consolida una política de gestión de activos de alta aversión al riesgo.

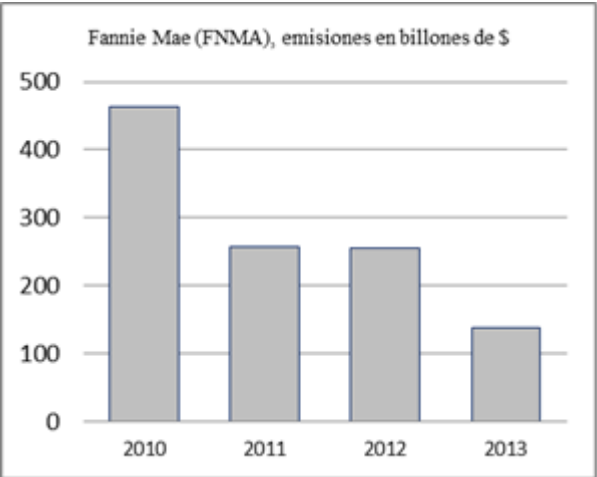
En el año 2012 ambas agencias dejan de recibir aportación directa de capital por parte del gobierno. A finales del 2013 a pesar de no existir un consenso concreto sobre su futuro, parece claro que la disminución de sus actividades de financiación apunta hacia una pérdida progresiva de velocidad en las operaciones de presamos de ambas agencias con el objetivo de disminuir el papel del gobierno americano en el mercado de la vivienda.

Gráfico 18. Evolución emisión deuda Freddie Mac.



Fuente: Elaboración propia con datos de Freddie Mac

Gráfico 19. Evolución emisión deuda Fannie Mae.



Fuente: Elaboración propia con datos de Fannie Mae

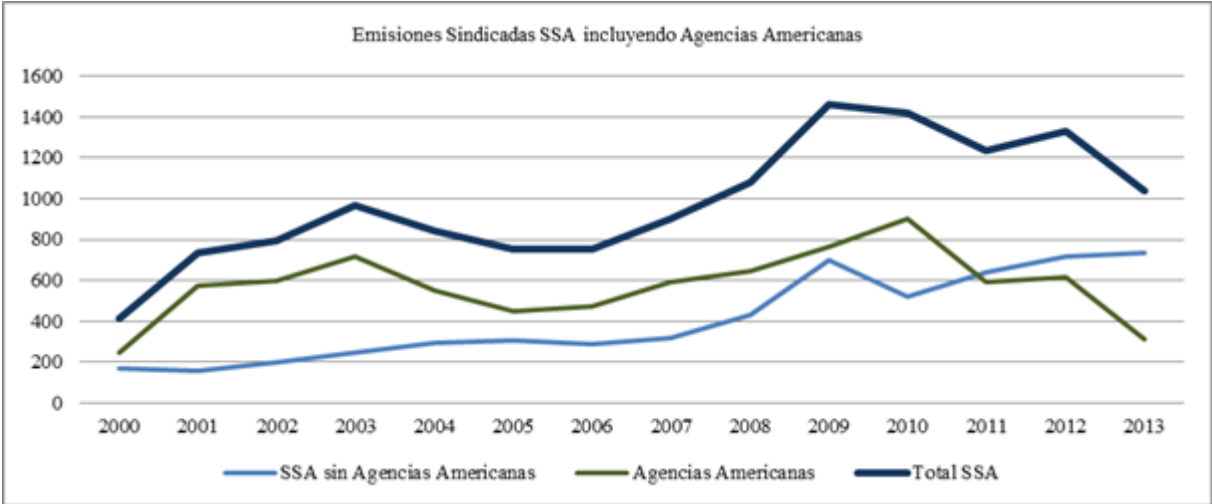
4.4. Volumen de emisión total del sector SSA

Sumando los volúmenes de emisiones establecidos para las agencias americanas y para el resto del sector SSA obtenemos los totales de emisión del sector.

Constatamos así que la participación dominante hasta el año 2010 fue la de las agencias norteamericanas, instituciones con garantía del estado americano cuyos bonos llegaron a representar en el año 2001 el 79% sobre el total emitido por las instituciones SSA. Sin

embargo en el año 2013 su volumen de emisión desciende hasta el 30% del volumen total del sector SSA.

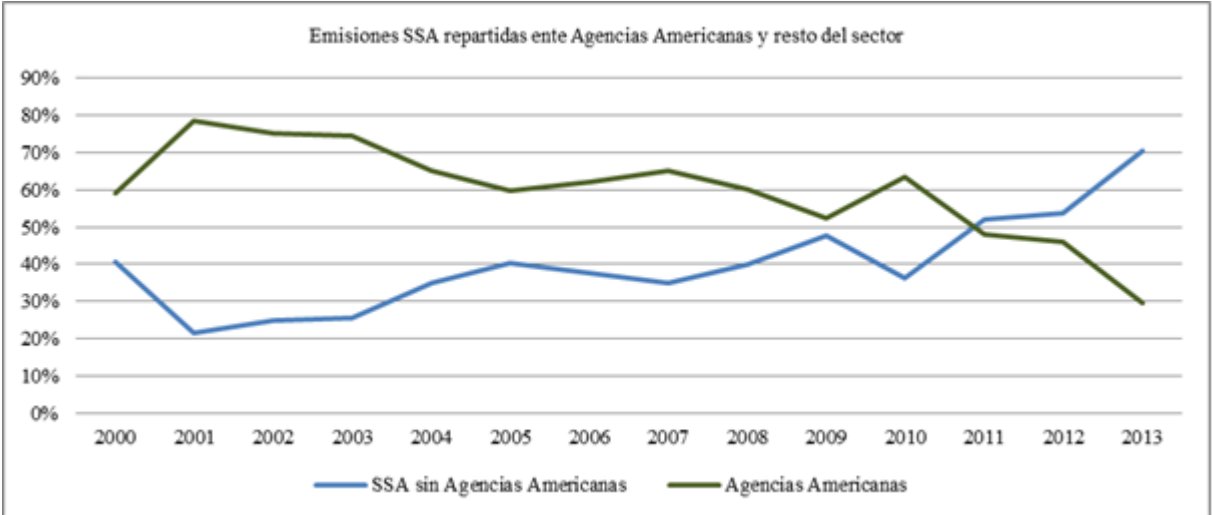
Gráfico 20. Volumen de emisión SSA incluyendo agencias americanas.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Dealogic

Si observamos de manera porcentual el reparto del mercado SSA entre agencias americanas y el resto de instituciones del sector, se ve claramente la tendencia a la baja de los volúmenes de financiación anuales de las agencias y la tendencia al alza del resto de los emisores SSA a partir del año 2010.

Gráfico 21. Reparto de la emisión de deuda SSA.

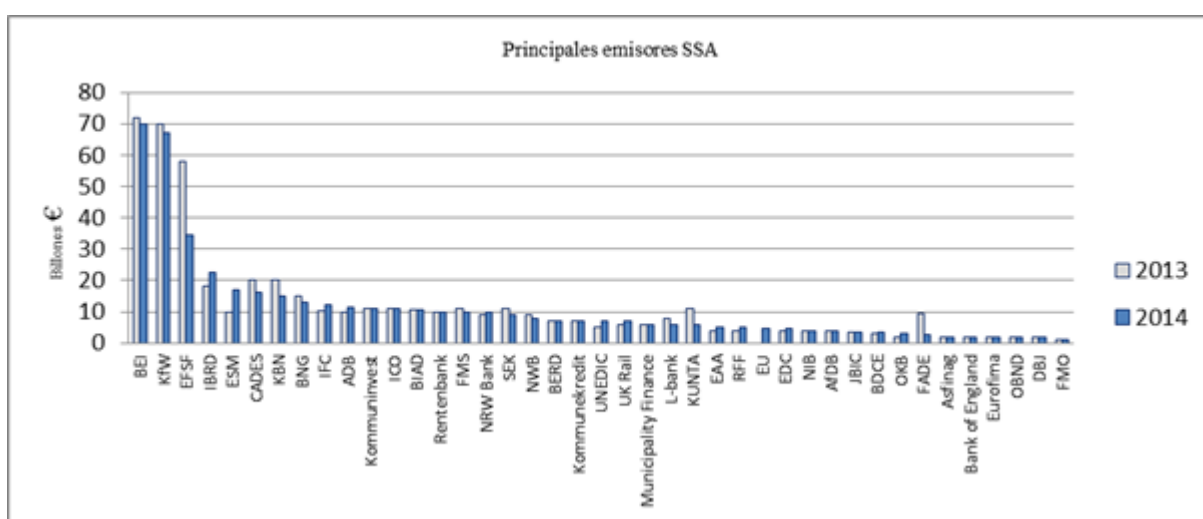


Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Dealogic

4.5. Comparación del volumen de emisión dentro del sector SSA

Establecemos a continuación los volúmenes de emisión anual de las principales IFIS mundiales y agencias no americanas en el año 2013 y estimamos los volúmenes de emisión para el año 2014. Observamos que además de ser dos instituciones europeas, BEI y KfW, las que encabezan el sector en términos de volumen de emisión anual, las agencias financieras europeas han efectuado volúmenes de emisión de deuda muy significativos con el fin de solventar la crisis de deuda soberana europea.

Gráfico 22. Volumen de emisión de las principales instituciones SSA, excluyendo agencias americanas.



Fuente: Elaboración propia con datos de IFIS y agencias

Comparando el volumen de emisión de los principales emisores europeos del sector SSA con el de las principales agencias americanas, constatamos que el volumen de las instituciones europeas es más moderado hasta el año 2012 pero en el 2013 los volúmenes se aproximan.

4.6. Volumen de emisión de las principales IFIS y agencias europeas

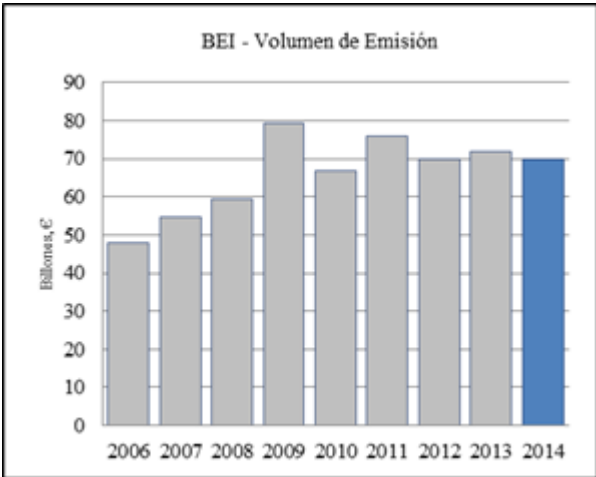
Observamos un crecimiento significativo de las necesidades de financiación de las IFIS y agencias europeas debido principalmente al aumento de sus carteras de préstamo. Por otro lado, el volumen de las carteras de inversión es también importante a la hora de mantener niveles de liquidez y solvencia que apoyen una alta calificación crediticia que permita aumentar el volumen de la cartera de préstamos o la capacidad de hacer frente a un creciente riesgo de crédito en la misma.

El BEI es una de las instituciones que ha experimentado un mayor crecimiento del volumen emitido. En un primer momento, dobló su volumen de emisión entre los años 2000 y 2005 con el objetivo de ampliar su cartera de préstamos (EIB, 2006) y posteriormente a partir del año 2008 con el objetivo de apoyar en el proceso de recuperación económica de los países pertenecientes a la unión europea una vez constatada la fuerte crisis económica y financiera existente. Para poder lograr este objetivo, los países miembros del BEI aprobaron el 8 de Enero del 2013 un aumento de capital de €10 billones a partir del cual la institución revisó su *Group Operational Plan* para el periodo 2013-2015, aumentando su volumen de préstamo a largo plazo por una cantidad de €20 billones durante cada uno de los tres años del plan. El volumen de préstamo a largo plazo para el periodo es de €200 billones (EIB, 2013a).

Con el objetivo de facilitar el análisis de los volúmenes de la deuda emitida por estas instituciones presentamos una serie de gráficos en los que observamos como el aumento de los objetivos de préstamo lleva asociado un incremento de los volúmenes de emisión de deuda. Esta apreciación es clara en el caso del BEI y también en el de KfW, la mayor agencia europea. Los volúmenes de emisión anual han sido obtenidos de las entidades emisoras y los correspondientes al año 2014 son volúmenes estimados.

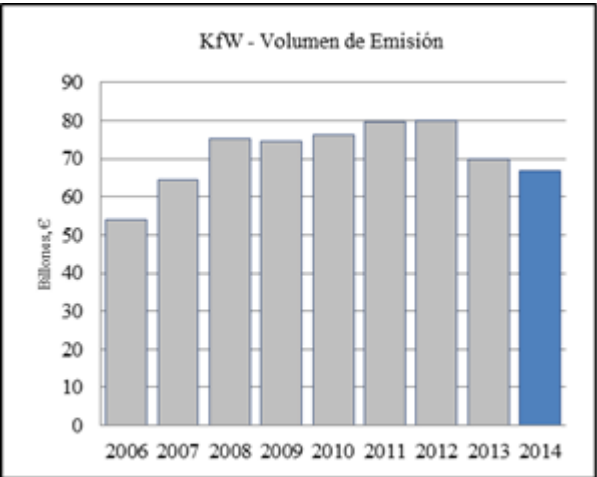
Después del BEI y KfW las siguientes entidades europeas dentro del sector SSA de mayor importancia emisora son CADES y BNG. Observamos igualmente que los emisores nórdicos de alta calidad crediticia, como KBN, han aumentado considerablemente sus volúmenes de emisión.

Gráfico 23. Evolución emisión deuda BEI.



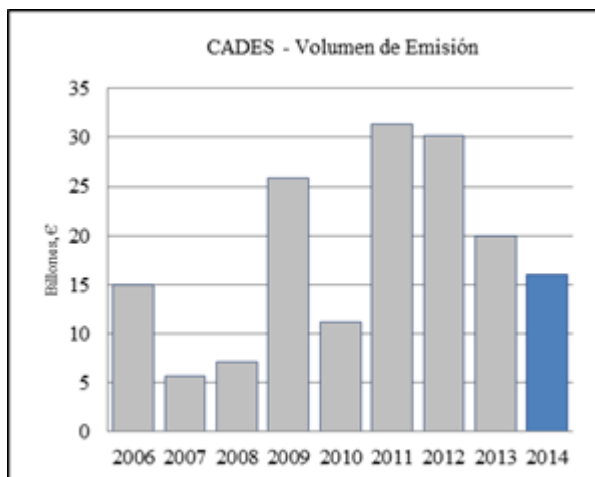
Fuente: Elaboración propia con datos de BEI

Gráfico 24. Evolución emisión deuda KfW.



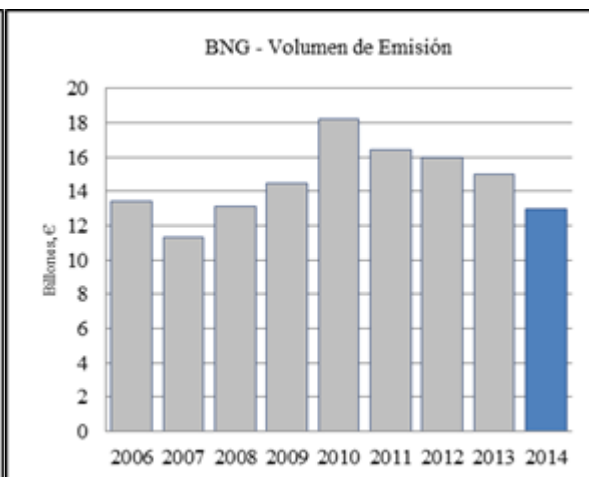
Fuente: Elaboración propia con datos de KfW

Gráfico 25. Evolución emisión deuda CADES.



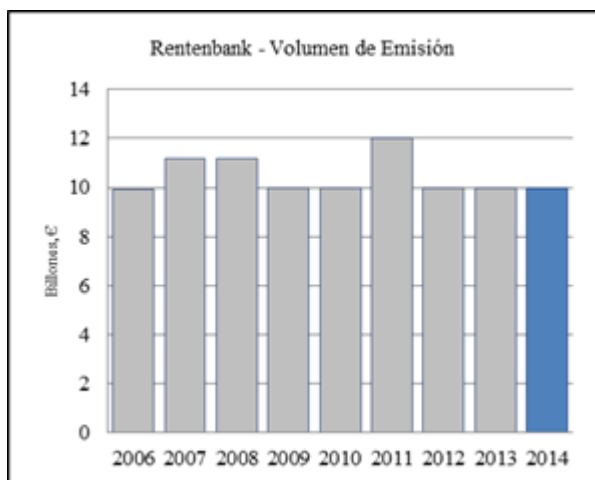
Fuente: Elaboración propia con datos de CADES

Gráfico 26. Evolución emisión deuda BNG.



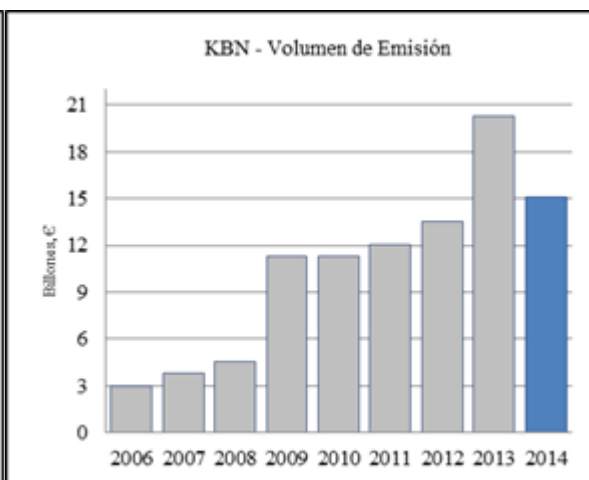
Fuente: Elaboración propia con datos de BNG

Gráfico 27. Evolución emisión deuda Rentenbank.



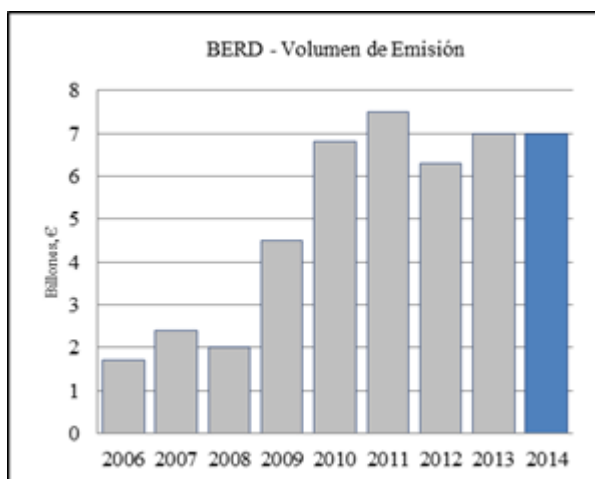
Fuente: Elaboración propia con datos de Rentenbank

Gráfico 28. Evolución emisión deuda KBN.



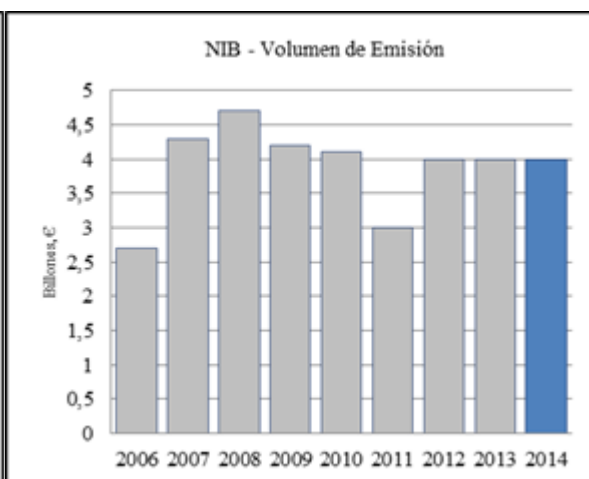
Fuente: Elaboración propia con datos de KBN

Gráfico 29. Evolución emisión deuda BERD.



Fuente: Elaboración propia con datos de BERD

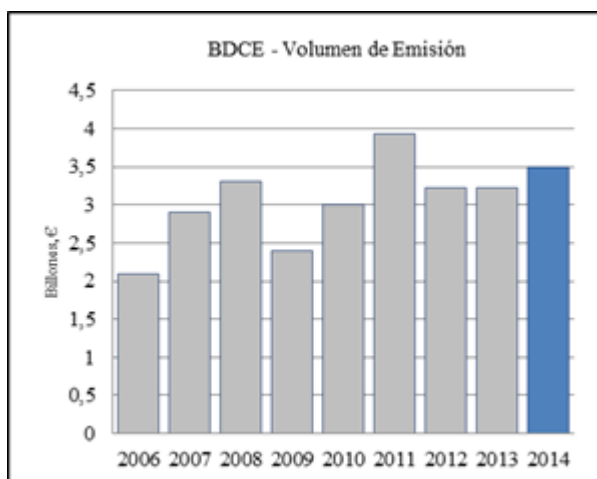
Gráfico 30. Evolución emisión deuda NIB.



Fuente: Elaboración propia con datos de NIB

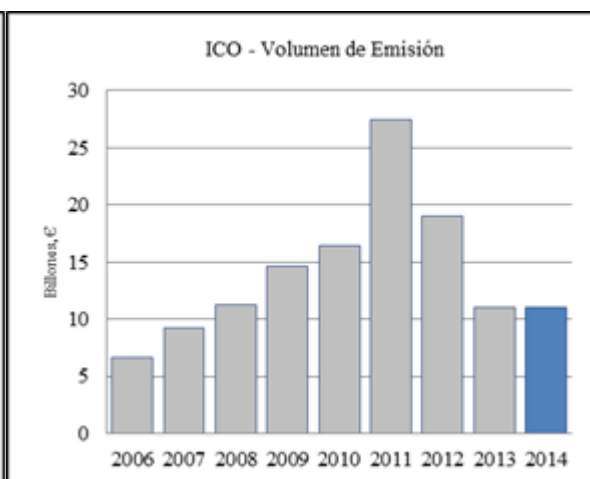
Constatamos como el BERD ha aumentado muy significativamente sus actividades de préstamo y por tanto sus necesidades de financiación mientras que los volúmenes de emisión de los bancos multilaterales europeos BDCE y NIB se han mantenido relativamente constantes. La agencia española ICO ha aumentado de manera muy importante su actividad dado el papel desempeñado por la institución a la hora de implementar las medidas de apoyo a la recuperación de la economía española.

Gráfico 31. Evolución emisión deuda BDCE.



Fuente: Elaboración propia con datos de BDCE

Gráfico 32. Evolución emisión deuda ICO.



Fuente: Elaboración propia con datos de ICO

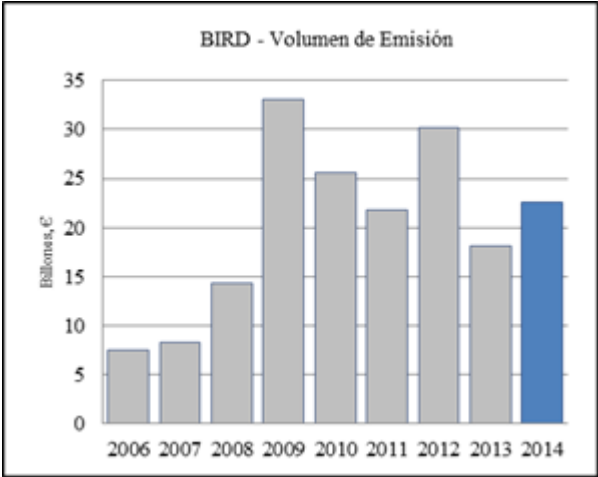
4.7. Volumen de emisión de las principales IFIS no europeas

Con el objetivo de contextualizar los volúmenes de las IFIS europeas dentro del panorama SSA global, presentamos a continuación el análisis de los volúmenes de emisión de las principales IFIS no europeas. Analizamos las de mayor tamaño, observando en todas ellas como la actividad de financiación aumenta rápidamente a partir del 2008 como consecuencia de una aceleración en sus actividades de financiación de proyectos. El nuevo enfoque estratégico ante la crisis va acompañado de ampliaciones de capital que permitan mantener la calificación financiera frente a un aumento del volumen de sus carteras de préstamo.

Tomando como ejemplo el caso del BIAD, constatamos un fuerte aumento en sus volúmenes de emisión durante los años 2008 y 2009 con una rápida bajada hasta el 2011 y un nuevo repunte a partir del 2012. Esto es debido a la ampliación de capital realizada en dicho año de \$70 billones de los cuales \$1,7 billones fueron desembolsados. Esta ampliación de capital, a

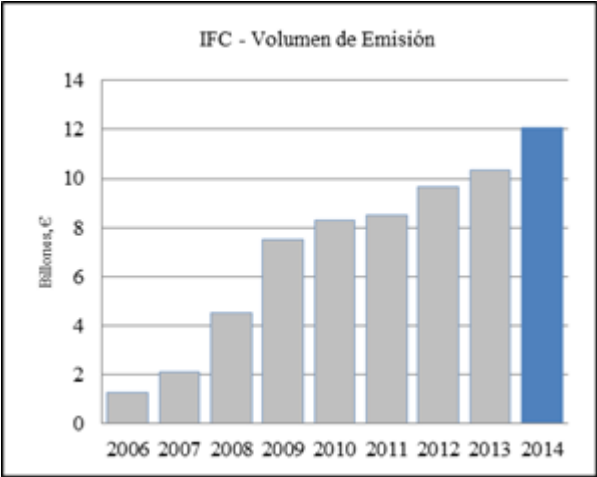
suscribir por sus accionistas durante un periodo de cinco años⁸², permitirá a la institución doblar su capacidad de préstamo respecto a los niveles anteriores a la crisis para llegar a una capacidad de préstamo anual de \$12 billones. Tenido en cuenta los desembolsos de préstamo estimados, la institución considera unos niveles de emisión de deuda futura que se mantendrán estables en torno a los \$13 billones anuales (IADB, 2013).

Gráfico 33. Evolución emisión deuda BIRD.



Fuente: Elaboración propia con datos de BIRD

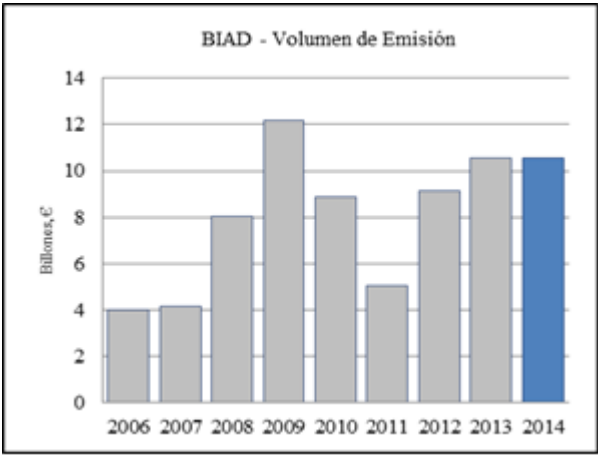
Gráfico 34. Evolución emisión deuda IFC.



Fuente: Elaboración propia con datos de IFC

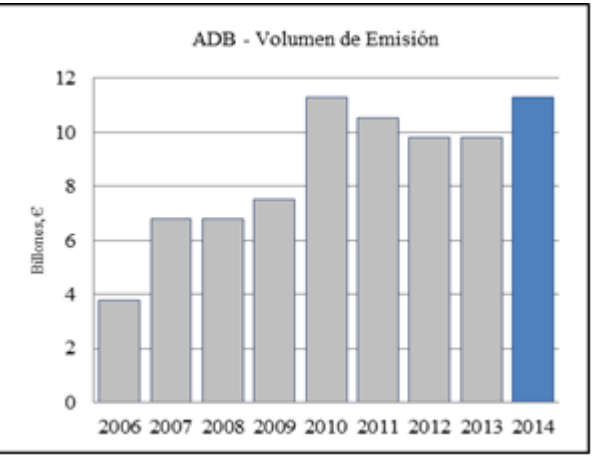
El ADB, con el objetivo de aumentar la actividad de préstamo, incrementa su capital en el año 2009 de \$54,9 billones a \$161,3 billones, de los cuales \$8,1 billones constituyen capital desembolsado. La institución nunca ha necesitado pedir a sus accionistas el desembolso del capital suscrito y no desembolsado (ADB, 2014).

Gráfico 35. Evolución emisión deuda IADB.



Fuente: Elaboración propia con datos de IADB

Gráfico 36. Evolución emisión deuda ADB.



Fuente: Elaboración propia con datos de ADB

⁸² Se espera que acabe en el 2016.

A título indicativo comparamos los volúmenes de deuda emitida por el mayor emisor europeo del sector SSA con la capitalización bursátil de los principales bancos privados internacionales. La necesidad de financiación anual del BEI, en torno a los €70 billones, equivale a la capitalización bursátil del Banco Santander o del *Royal Bank of Canada*, decimo y onceavo banco mundial respectivamente en términos de capitalización bursátil⁸³(Bloomberg, 2014).

4.8. Deuda soberana de la Eurozona

Los volúmenes de emisión de las IFIS y agencias europeas han de ser considerados dentro de la zona geográfica a la que pertenecen y comparados con los volúmenes de emisión de deuda soberana de los países en los que desarrollan sus actividades de préstamo y que a un mismo tiempo constituyen su accionariado.

Establecemos los volúmenes de emisión de deuda soberana en la Eurozona, el volumen de deuda viva de la región y la evolución de la deuda frente al producto interior bruto. Indicaremos igualmente los volúmenes de deuda viva de los países de la UE no pertenecientes a la Eurozona. Consideramos importante comparar los indicadores de deuda con otros indicadores macroeconómicos, para lo cual hemos elegido PIB, inflación y desempleo.

4.8.1. Evolución de la emisión de deuda en la Eurozona

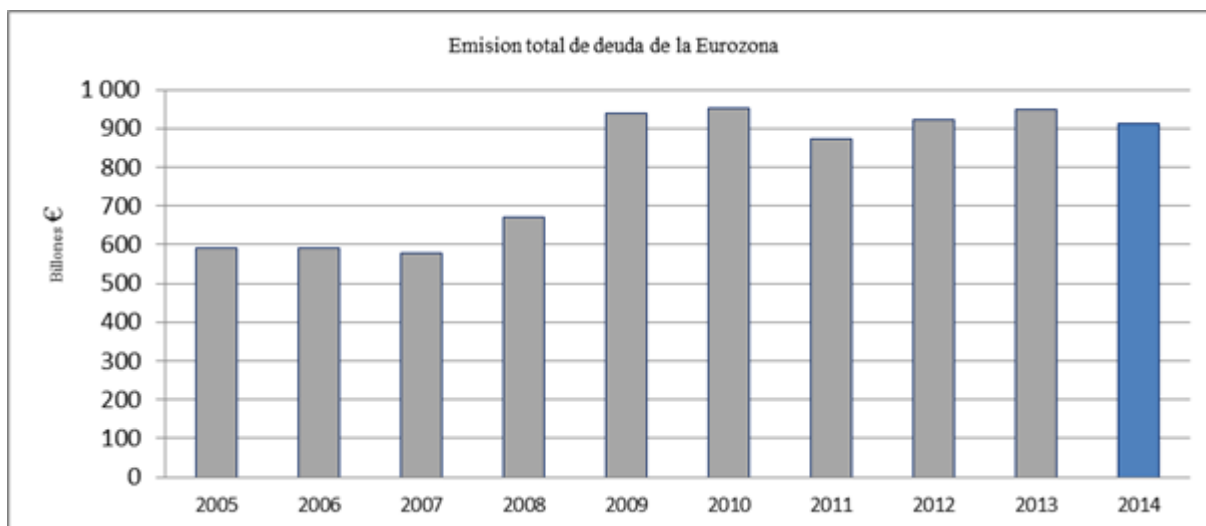
Para obtener una visión global del volumen del mercado de deuda en la Eurozona hemos de tener en cuenta tanto el volumen anual adjudicado por los emisores soberanos de la eurozona utilizando el procedimiento de subasta como las emisiones sindicadas que realizan.

Las emisiones sindicadas realizadas en la Eurozona llegan a representar €130 billones en el año 2009, lo que supone cerca de un 15% sobre el total de la deuda emitida, que se situó en ese año en los €940 billones. Sin embargo, a partir del 2010, tanto los volúmenes totales de

⁸³ A 3 de Enero del 2014, la capitalización bursátil de *Royal Bank of Canada* era de €71,2 billones y la de Banco Santander de €73,1. Wells Fargo, encabeza el ranking a la misma fecha con una capitalización bursátil de €175,8 billones seguido por JPMorgan con €162 billones, el Industrial and Commercial Bank of China con €156,3 y HSBC con €149,7.

emisión sindicada como su porcentaje sobre el total de deuda tienen menor importancia (Dealogic, 2013). Los volúmenes correspondientes al año 2014 son volúmenes estimados.

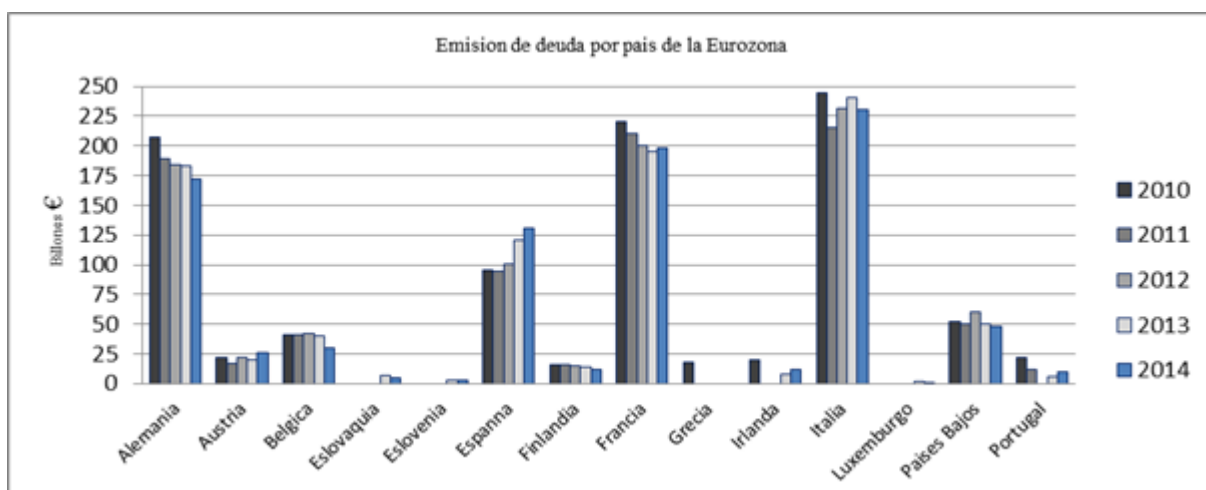
Gráfico 37. Evolución de la emisión anual total de deuda en la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia con datos de los Tesoros, Agencias de Deuda y Bloomberg

Al observar el periodo 2005-2014⁸⁴ constatamos como el volumen total emitido por los países de la Eurozona se estabiliza tras un fuerte incremento en el año 2009. En España sin embargo el volumen de emisión de deuda soberana sigue creciendo y en Italia a pesar de una ligera disminución en el año 2011, vuelve a repuntar en los años siguientes.

Gráfico 38. Emisión anual de deuda por país de la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia con datos de los Tesoros, Agencias de Deuda y Bloomberg

⁸⁴ Los volúmenes de deuda total de la Eurozona incluyen las emisiones realizadas por la Unión Europea, el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera, el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y el Mecanismo Europeo de Estabilidad durante el periodo 2011-2014.

Dada la imposibilidad de financiarse a través de los mercados internacionales de capital, Grecia, Irlanda y Portugal solicitaron ayuda europea que se materializó mediante los diferentes instrumentos de apoyo financiero establecidos en Europa y destinados a los países más afectados por la crisis. Por ello, la disminución en ciertos años de los volúmenes de emisión de estos países no es consecuencia de una mejora de sus economías si no de la ausencia de financiación a través de los mercados internacionales de capital.

Italia, Alemania y Francia en términos de volumen total son, por este orden, los mayores emisores de deuda de la Eurozona seguidos por España y, mucho más distanciados, Países Bajos y Bélgica.

Comparando la evolución de la emisión de deuda soberana por los países de la Eurozona con la evolución de la emisión de deuda de bancos supranacionales y agencias europeas, constatamos la existencia de un fuerte paralelismo entre ellas.

4.8.2. Deuda soberana total de la Eurozona

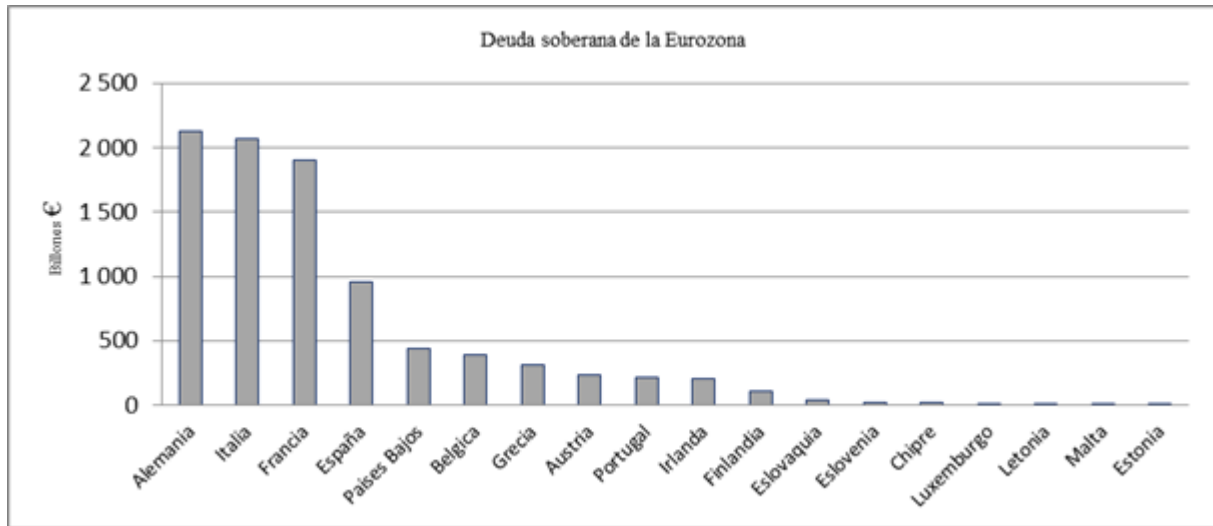
Para establecer los volúmenes de deuda soberana totales de la Eurozona utilizamos la información estadística proporcionada por Eurostat y el Banco Central Europeo ya que es realizada siguiendo las recomendaciones sobre la elaboración y publicación de datos estadísticos propuestas por el Fondo Monetario Internacional en su *Dissemination Standards Bulletin Board* (IMF, 2013a).

Teniendo en cuenta la metodología a seguir para la elaboración de datos estadísticos referentes a la deuda pública, el FMI propone una serie de recomendaciones para la elaboración de estadísticas⁸⁵ homogéneas por parte de los diferentes organismos oficiales y Bancos Centrales. Esta metodología es seguida, entre otros organismos, por Eurostat, el Banco Central Europeo, el Banco Internacional de Pagos, el Banco Mundial y la Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (IMF, 2013b).

⁸⁵ A través sus recomendaciones sobre *Public Sector Debt Statistics*, provee conceptos, definiciones y una clasificación de la deuda del sector público para la elaboración de estadísticas. Establece fuentes y técnicas para la compilación de datos y herramientas analíticas que pueden ser utilizadas para analizar las estadísticas resultantes.

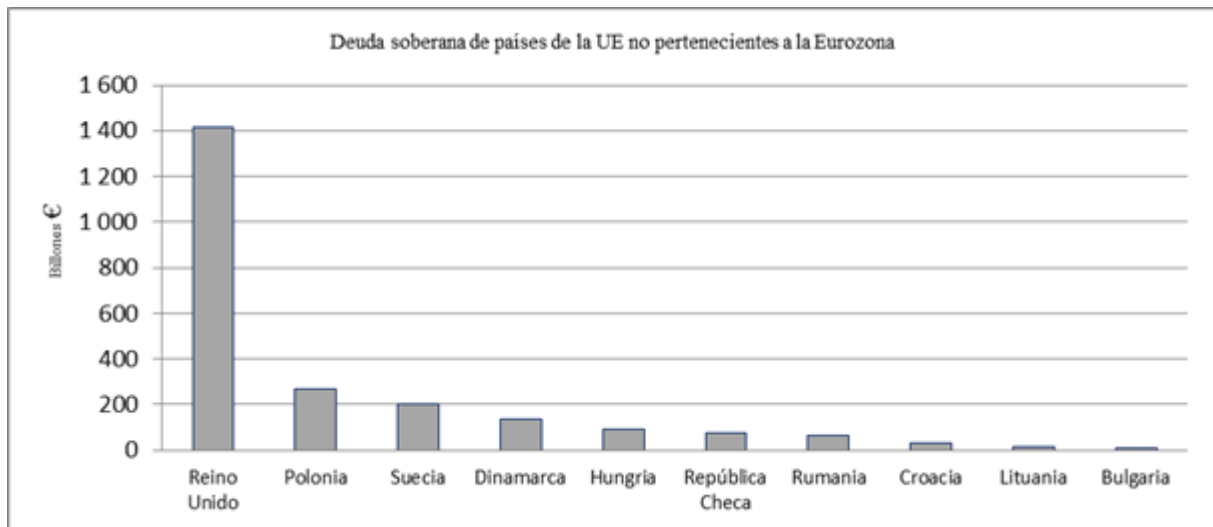
Eurostat establece el volumen total de deuda pública viva de los 18 países de la Eurozona en €9,1 trillones y el del conjunto de los 28 países de la Unión Europea en €11,2 trillones⁸⁶ al final del segundo trimestre del 2013 (Eurostat, 2014).

Gráfico 39. Deuda viva soberana de la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat

Gráfico 40. Deuda viva soberana de países de la Unión Europea no pertenecientes a la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat

Al convertir en euro la deuda pública de los diez países de la Unión Europea no pertenecientes a la Eurozona observamos que el Reino Unido es, con mucha diferencia, el

⁸⁶ Además de los 18 países de la Eurozona, los demás países emisores de deuda soberana de la Eurozona son: Bulgaria, República Checa, Dinamarca, Croacia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumania, Suecia y el Reino Unido. El volumen de emisión de estos diez países, convertido en euros, se sitúa en €2,1 trillones.

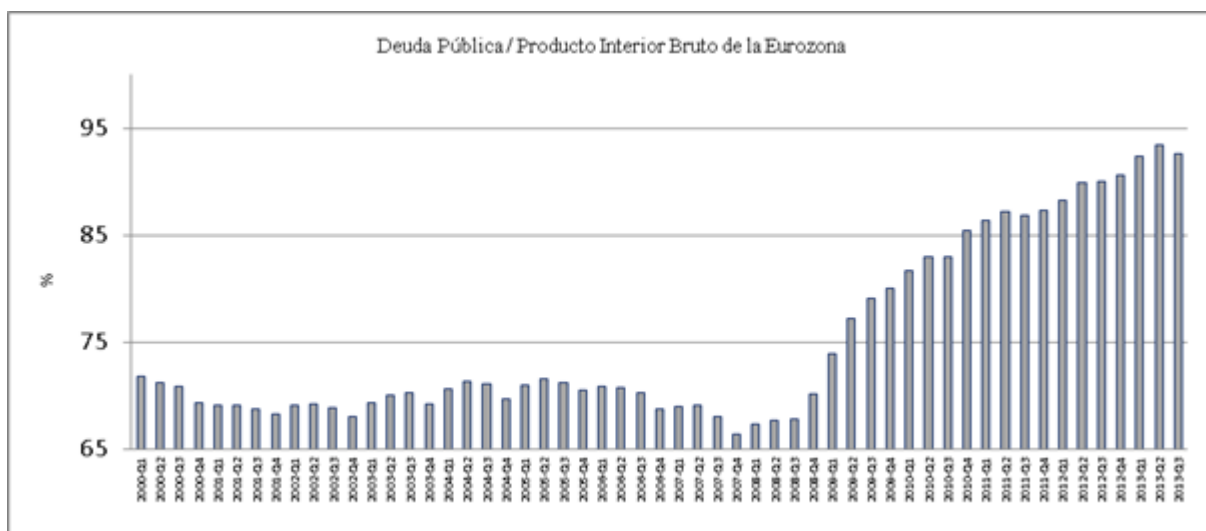
mayor emisor de deuda soberana. Cuando es comparado con la Eurozona se sitúa únicamente por debajo de Alemania, Francia e Italia. De los €2,1 trillones de deuda viva de estos diez países, la parte que corresponde al Reino Unido es de €1,4 trillones.

4.8.3. Evolución de la deuda de la Eurozona respecto al PIB

El BCE recibe de los Bancos Centrales de la eurozona la información estadística anual de sus gobiernos con la que desde el año 2000 elabora la serie estadística del ratio de deuda pública respecto el producto interior bruto para la Eurozona. Consideramos este ratio como altamente indicativo ya que el doble componente, deuda y crecimiento, refleja de manera contundente las dificultades económicas atravesadas por los países de la Eurozona.

El ratio de deuda gubernamental sobre el PIB de la Eurozona creció a 90,6% en el año 2012 respecto 87,3% en el año 2011. El último trimestre disponible en el momento de realizar este análisis es el tercero del 2013, al final del cual este ratio se situaba en 92,6% (ECB, 2014a). El Fondo Monetario Internacional estima que el ratio llegará a su máximo en el año 2014, al 96,1% (IMF, 2013c). Al final del tercer trimestre del 2013 Grecia mantenía el mayor ratio, al 171,8%, seguida de Italia, Portugal e Irlanda. En la misma fecha, Estonia mantiene el menor ratio, al 10%, seguida de Bulgaria y Luxemburgo. De los 18 países de la Eurozona, 12 mantienen ratios superiores al objetivo del 60%.

Gráfico 41. Ratio de deuda pública respecto al PIB en la Eurozona.



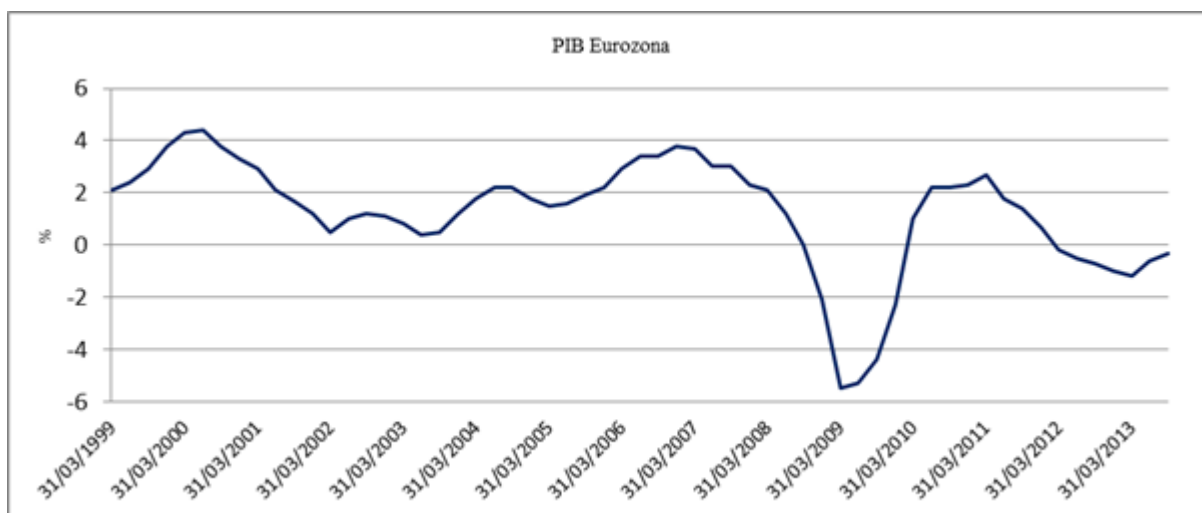
Fuente: Elaboración propia con datos del Eurosistema

4.8.4. Variables macroeconómicas de la Eurozona

Con el fin de contextualizar los datos referentes a la deuda pública de la Eurozona hemos elegido tres variables macroeconómicas determinantes: el producto interior bruto como indicador de crecimiento, el índice de precios al consumo como indicador de inflación y la tasa de desempleo.

Hemos observado un rápido incremento del ratio de deuda pública respecto al PIB. Este se debe en gran medida a la evolución de la deuda pero la baja tasa de crecimiento de la Eurozona favorece dicho incremento.

Gráfico 42. Evolución de la tasa de crecimiento en la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat

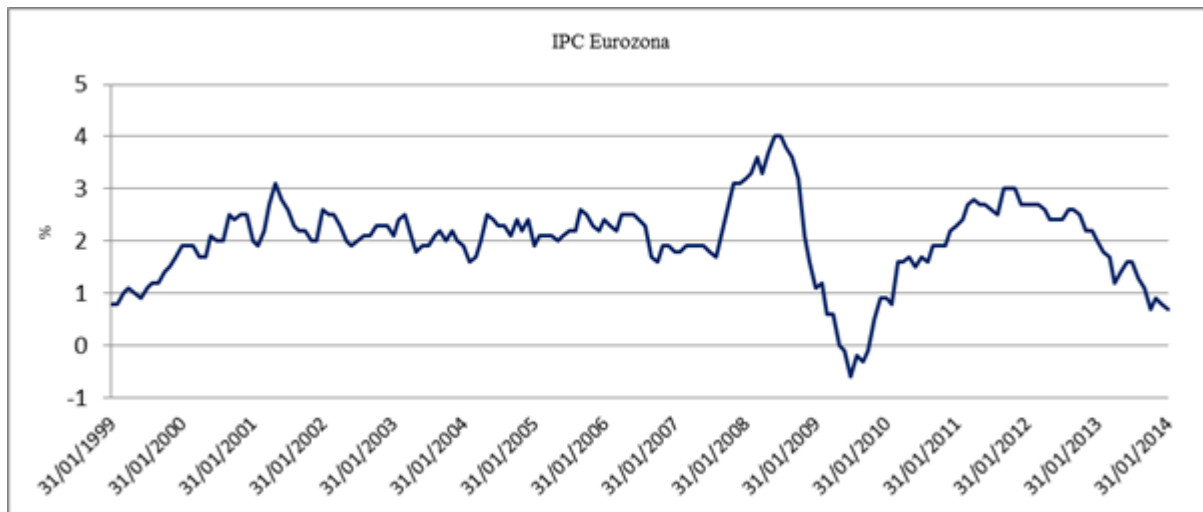
La Eurozona sale del primer periodo de recesión en el primer trimestre del año 2010 y del segundo periodo de recesión económica en el segundo trimestre del 2013. Observamos cómo tras la fuerte recesión del 2008-2009 ha existido una segunda recesión menos profunda. Esta situación hace que podamos considerar la situación económica de la Eurozona durante la crisis como una recesión en forma de “W”⁸⁷.

Por su parte, las tasas de inflación de la Eurozona se mantienen bajas a lo largo de todo el periodo de crisis como reflejo de unas tasas de crecimiento bajas que no potencian la creación

⁸⁷ La recesión en forma de W es conocida como *double-dip recession*. La economía cae en recesión, se recupera con un periodo corto de crecimiento y vuelve a caer antes de consolidar su recuperación.

de empleo. En los índices agregados analizados⁸⁸, la tasa de inflación durante el periodo de crisis se encuentra por encima de la tasa de crecimiento, lo cual conlleva un riesgo deflacionista a tener en cuenta por el BCE a la hora de dictaminar su política monetaria⁸⁹.

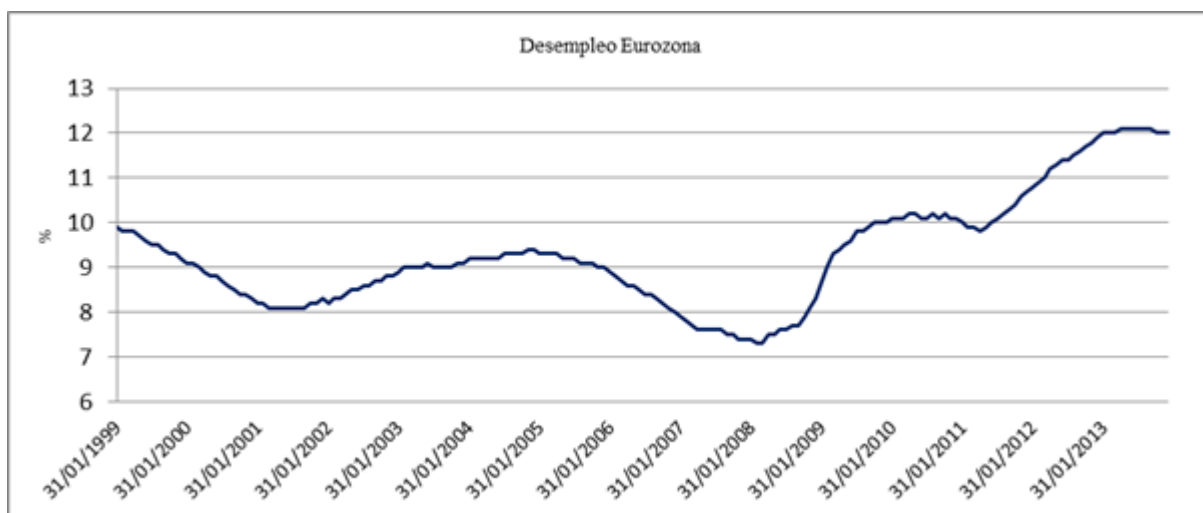
Gráfico 43. Evolución de la inflación en la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat

Desde el año 2008 el desempleo de la Eurozona aumenta de manera progresiva lo que se encuentra fuertemente correlacionado con la baja tasa de crecimiento.

Gráfico 44. Evolución de la tasa de desempleo en la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat

⁸⁸ Los índices analizados son índices agregados de los índices de todos los países que componen la Eurozona.

⁸⁹ El BCE tiene como único mandato el control de la inflación, para lo cual tiene un objetivo en torno al 2%. Las diferentes políticas monetarias que establece tienen en cuenta el riesgo de deflación.

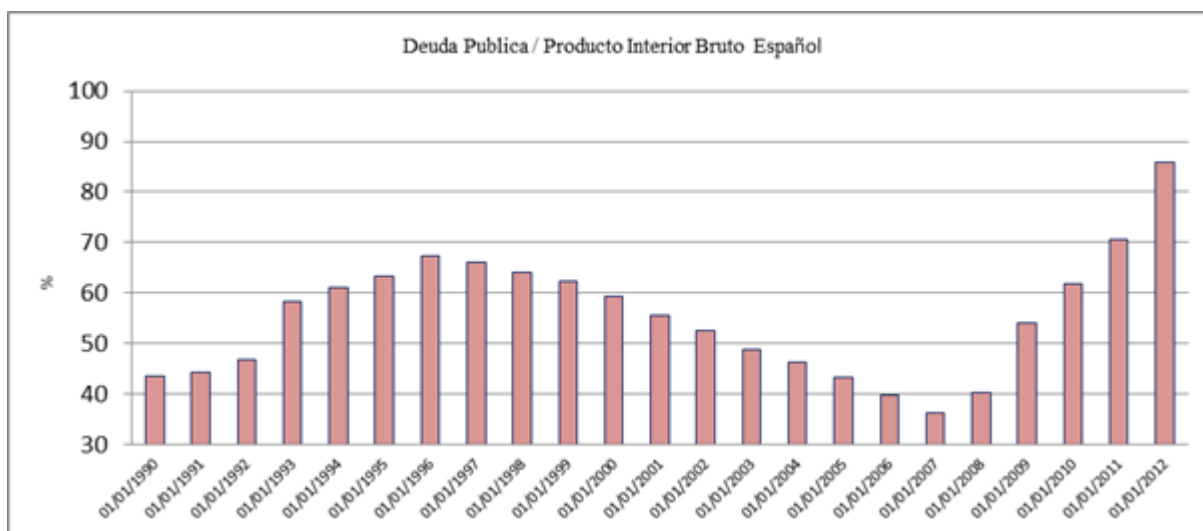
Analizadas las variables macroeconómicas elegidas observamos como el aumento de la emisión de deuda soberana en la Eurozona comienza con la fuerte caída del crecimiento del 2008 que conlleva la caída de la inflación y un fuerte aumento del desempleo. Unos altos volúmenes de emisión se mantienen a partir de ese momento.

4.8.5. Variables macroeconómicas en España

Con el propósito de comparar con la media de la Eurozona la situación macroeconómica española, establecemos a continuación la evolución de cuatro indicadores: el ratio de deuda respecto al PIB, la tasa de crecimiento, la tasa de inflación y la tasa de desempleo. Esto nos permitirá observar la relación de las principales variables macroeconómicas españolas y de la media de la Eurozona desde los años anteriores a la crisis.

El ratio de endeudamiento respecto al producto interior bruto se sitúa de manera constante por debajo de la media de la Eurozona.

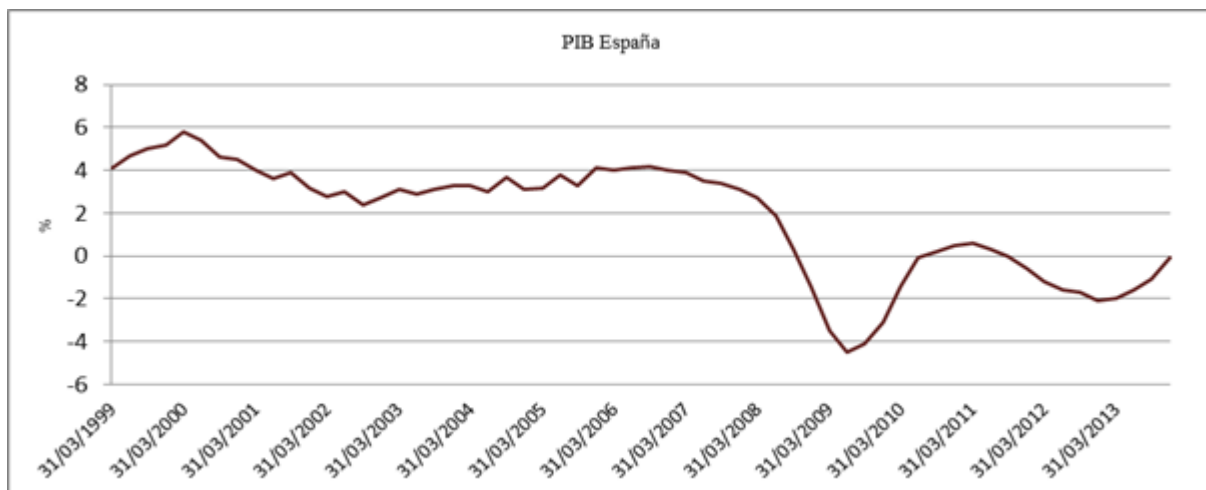
Gráfico 45. Ratio de deuda pública respecto al PIB en España.



Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat

En cuanto al crecimiento español, así como la Eurozona sale de la última recesión económica en el segundo trimestre del 2013, España, lo hace en el tercero (INE, 2014). La salida de la recesión puede considerarse como un punto de inflexión importante pero sin embargo las reformas económicas habrán de continuar hasta que se logre un ritmo de crecimiento económico que permita reducir las altas tasas de desempleo.

Gráfico 46. Evolución de la tasa de crecimiento en España.



Fuente: Elaboración propia con datos de INE

El producto interior bruto español se sitúa por encima del de la media europea hasta poco antes del comienzo de la crisis, momento en el que tras igualarse por un breve periodo de tiempo pasa a ser inferior.

La inflación española es más elevada que la de la Eurozona en el periodo anterior a la crisis. Sin embargo, a partir de la fuerte desaceleración del crecimiento a finales del 2008, su posicionamiento frente a la media de la Eurozona es volátil.

Gráfico 47. Evolución de la inflación en España.

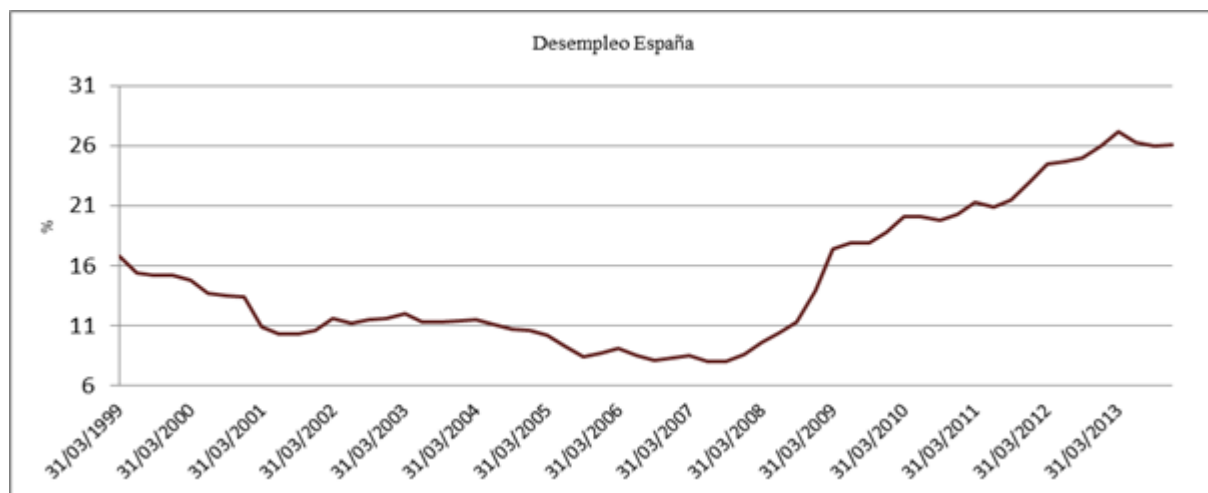


Fuente: Elaboración propia con datos de INE

El desempleo es la variable económica más acentuada en el caso español respecto a la media de la Eurozona. El desempleo de la Eurozona aumenta considerablemente pero aun así se

sitúa en el 12% a finales del 2013. En el caso español, el desempleo se sitúa en 26% en el último trimestre del 2013 después de haber superado el 27% en el primer trimestre de ese mismo año (INE, 2014).

Gráfico 48. Evolución de la tasa de desempleo en España.



Fuente: Elaboración propia con datos de INE

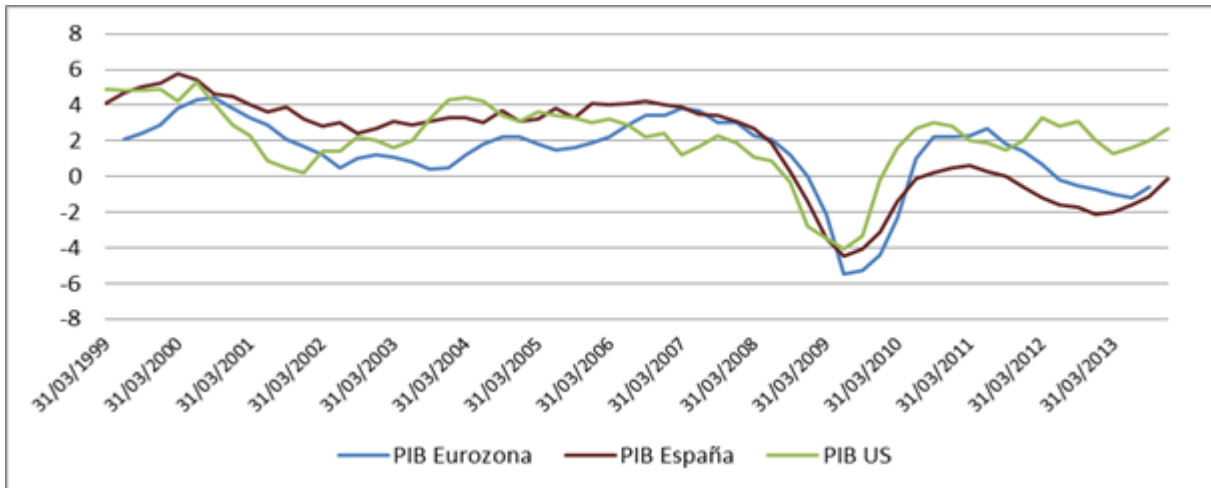
La salida de la recesión de la economía española viene determinada en gran medida por un aumento de las exportaciones que posibilita el superávit en la balanza de pagos. Este aumento de las exportaciones se origina en gran medida por la competitividad de los productos españoles ya que, tras las reformas del mercado laboral, los costes salariales son más bajos que los de los competidores europeos (Tesoro Público, 2014).

Para mantener este crecimiento, la ventaja competitiva es importante pero también habrán de contribuir otros sectores de la economía para poder alcanzar una reducción significativa de la tasa de desempleo que propicie consumo y fortalezca el crecimiento económico a través de un aumento de la demanda interna.

4.8.6. Comparación geográfica de variables macroeconómicas

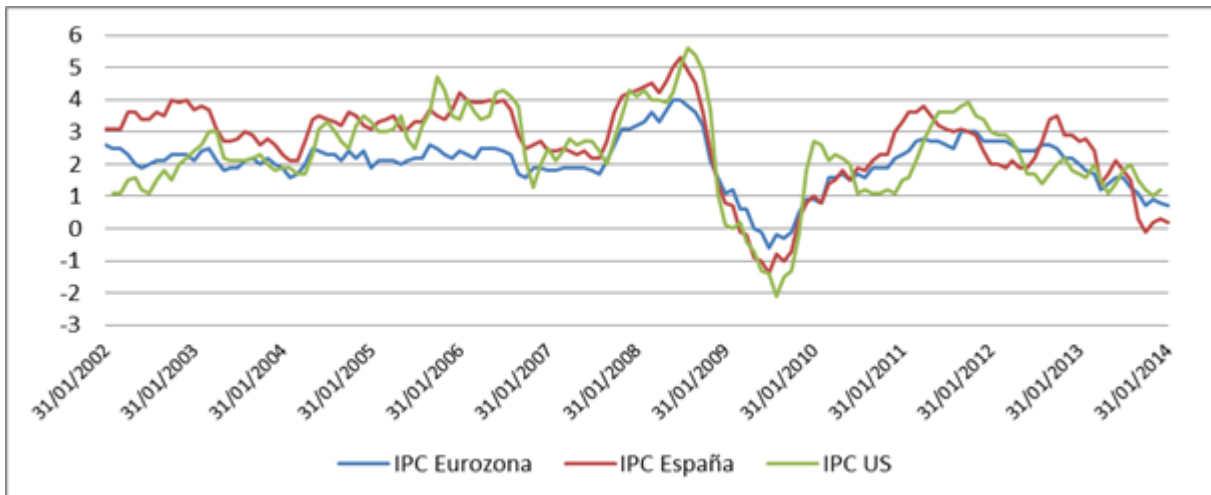
A continuación comparamos PIB, inflación y desempleo de la Eurozona y España, con las mismas variables de Estados Unidos. Esta comparación es pertinente dada la alta implicación de Estados Unidos, primera economía mundial, en el origen y desarrollo de la crisis financiera. Seguidamente comparamos por zona económica las tres variables analizadas.

Gráfico 49. Evolución comparada de la tasa de crecimiento.



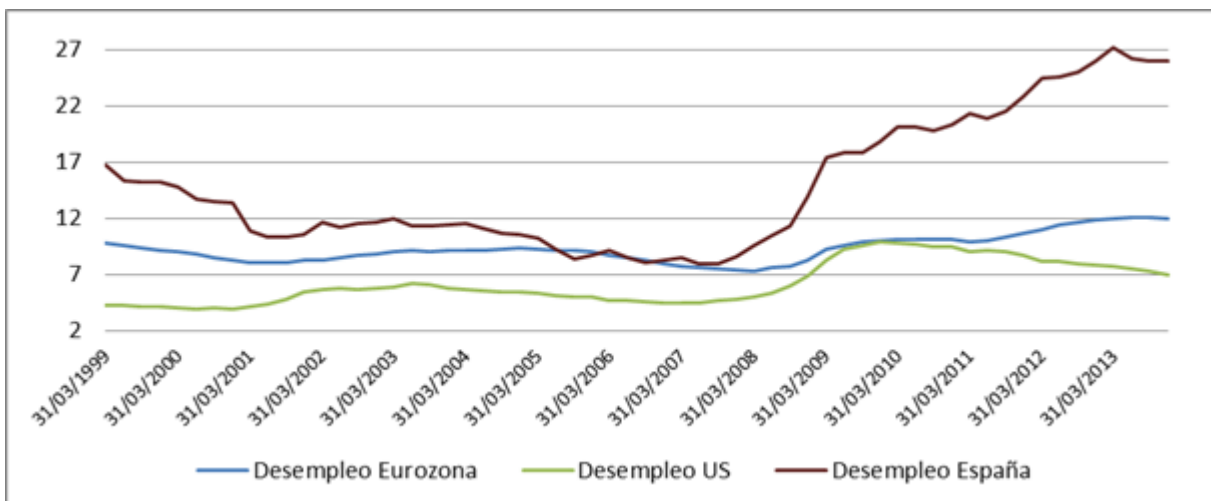
Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat, INE y *Bureau of Economic Analysis*

Gráfico 50. Evolución comparada de la inflación.



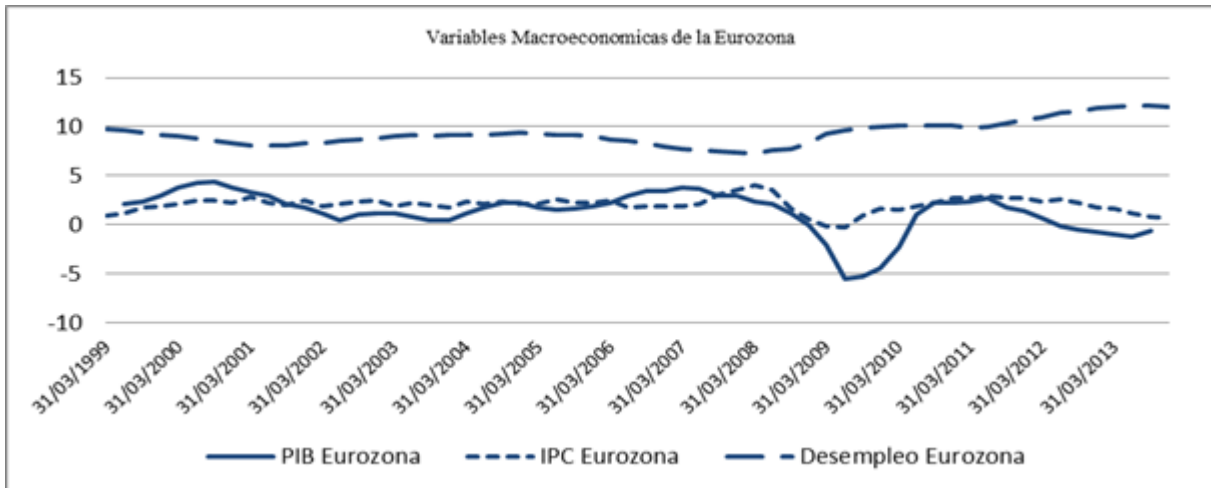
Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat, INE y *Bureau of Economic Analysis*

Gráfico 51. Evolución comparada de la tasa de desempleo.



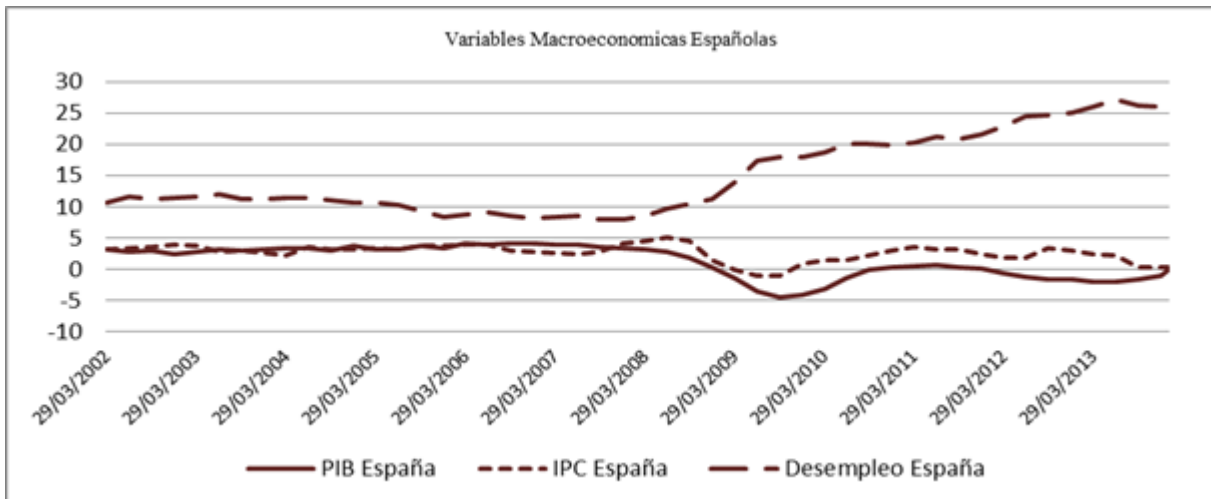
Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat, INE y *Bureau of Labour Statistics*

Gráfico 52. Comparación de variables macroeconómicas de la Eurozona.



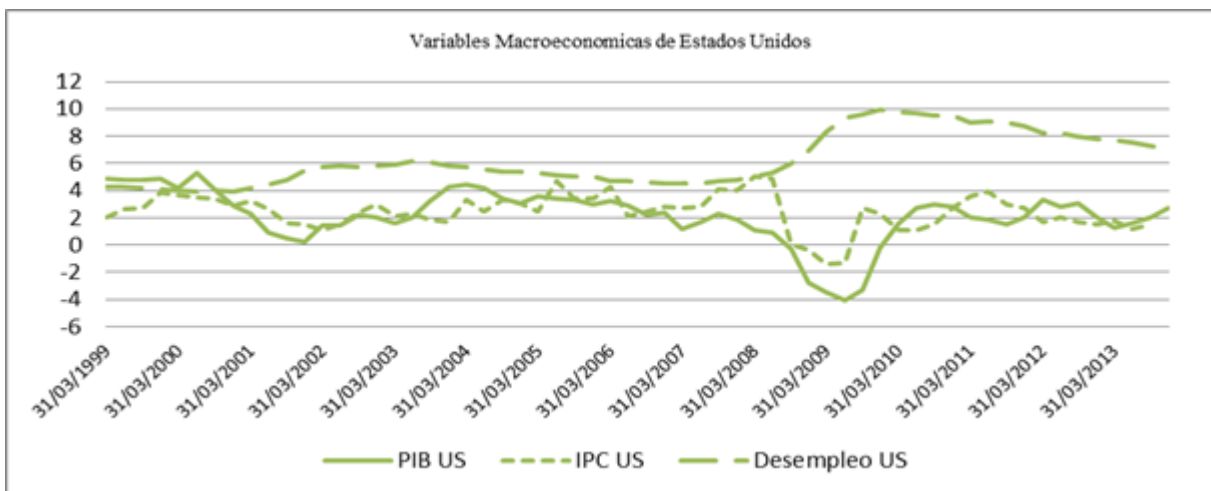
Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat

Gráfico 53. Comparación de variables macroeconómicas Españolas.



Fuente: Elaboración propia con datos de INE

Gráfico 54. Comparación de variables macroeconómicas de Estados Unidos.



Fuente: Elaboración propia con datos de *Bureau of Labour Statistics* y *Bureau of Economic Analysis*

Al comparar la evolución de la tasa de crecimiento de la Eurozona con la de Estados Unidos, observamos como la recesión de 2008-2009 es más profunda en la Eurozona y como la segunda no tiene lugar en Estados Unidos.

La inflación es generalmente más alta en Estados Unidos y el desempleo en la Eurozona. Este último, tras converger brevemente, diverge fuertemente a partir del 2010. A finales del 2013 se sitúa en el 7% para Estados Unidos y en el 12% para la Eurozona. Esto es reflejo de unas tasas de crecimiento más importantes en Estados Unidos a partir del 2011 que permiten generar una fuerte capacidad de creación de empleo. En el caso español, con una tasa de desempleo del 26% a finales del 2013 hace falta un fuerte crecimiento económico para alcanzar los niveles medios de desempleo de la Eurozona.

4.9. Estimación del mercado de deuda viva global

Concluimos el análisis de volumen de mercado con una estimación del volumen total de deuda viva, para lo cual tenemos en cuenta tanto deuda pública como privada a nivel global. A la hora de efectuar esta estimación observamos que existen ciertas discrepancias⁹⁰ debido a los diferentes calendarios de publicación de los organismos oficiales que elaboran las estadísticas. Sin embargo, a pesar de no pertenecer todos los datos a una misma fecha, ofrece una visión de conjunto pertinente y relevante.

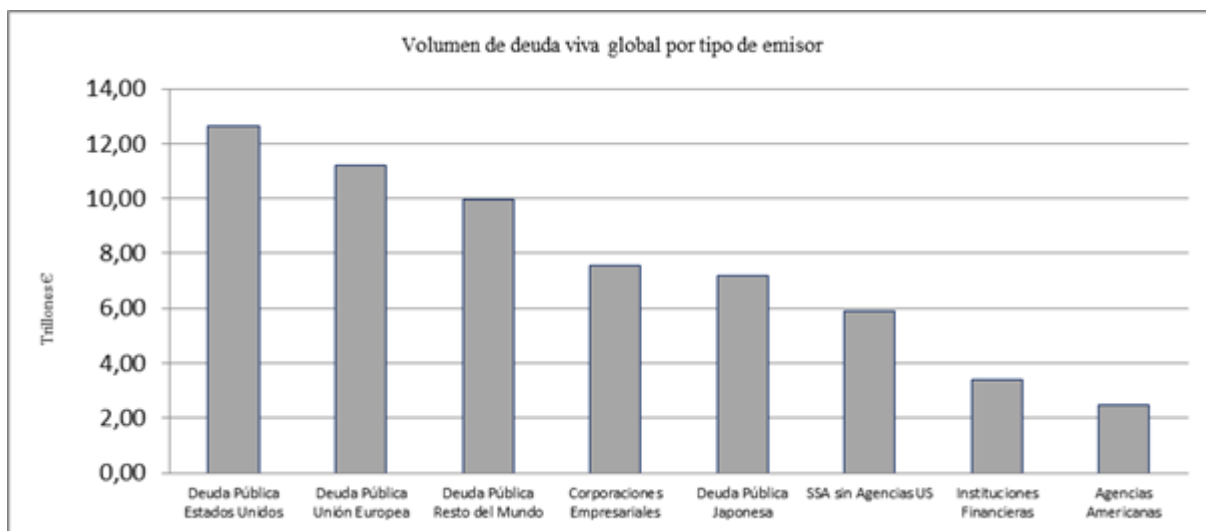
Observamos como la primera categoría de deuda a nivel global, en términos de volumen vivo, es la deuda pública de Estados Unidos que, una vez convertida en euros, alcanza los €12,7 trillones a final del cuarto trimestre del 2013. Le sigue la deuda pública emitida por la Unión Europea que se sitúa en €11,2 trillones. Hemos estimado el volumen total de deuda viva existente en €60,3 trillones de euros⁹¹ de los que cerca de €9,3 trillones corresponden a deuda a largo plazo emitida por instituciones SSA incluidas las agencias americanas. Considerando al sector SSA como parte del sector público, el 81% de la deuda global viva corresponde al

⁹⁰ Las estadísticas referentes a la deuda pública de Estados Unidos publicada por el *US Treasury* presentan datos elaborados a finales del cuarto trimestre del 2013 (Q4/2013), las de la deuda pública de la Unión Europea son elaboradas por Eurostat a Q2/2013, las deudas públicas japonesa y del resto del mundo por el Fondo Monetario Internacional a Q4/2012, corporaciones empresariales, SSA, agencias americanas e instituciones financieras por Dealogic a Q4/2013.

⁹¹ Contravalor en euros establecido al tipo de cambio del 31/12/2013.

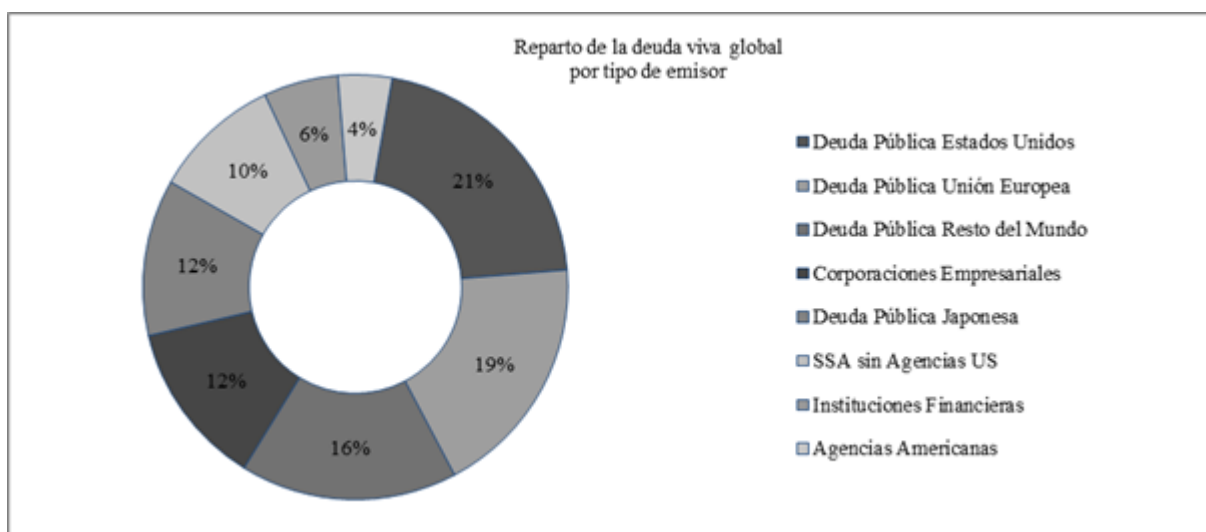
sector público y el 18% al sector privado, lo que corresponde a €49,3 trillones y €11 trillones respectivamente.

Gráfico 55. Deuda viva por categoría de emisor.



Fuente: Elaboración propia con datos de US Treasury, Eurostat, FMI y Dealogic

Gráfico 56. Reparto porcentual de la deuda viva global.



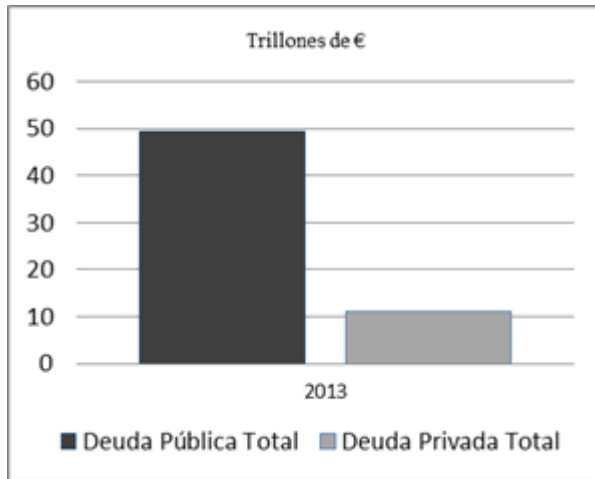
Fuente: Elaboración propia con datos de US Treasury, Eurostat, FMI y Dealogic

Además de dividir la deuda viva total entre pública y privada, hemos comparado los volúmenes de deuda viva y capitalización bursátil globales. Esta última se situaba a 31 de diciembre del 2013 en €45 trillones. Bonos⁹² y acciones son los principales títulos negociables

⁹² Consideramos dentro de nuestra clasificación de deuda toda la deuda pública y únicamente los bonos a largo plazo negociables de la deuda privada. En el caso de la deuda privada no incluimos deuda a corto plazo, préstamos bancarios, líneas de crédito u otras formas de deuda.

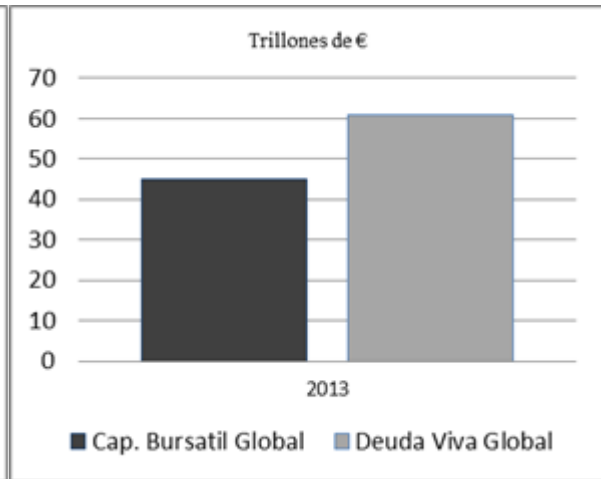
en los mercados financieros, situándose su volumen conjunto estimado a finales del 2013 en €105,3 trillones, de los cuales el 42% corresponde a acciones y el 58% a bonos.

Gráfico 57. Deuda global pública y privada.



Fuente: US Treasury, Eurostat, FMI, Dealogic

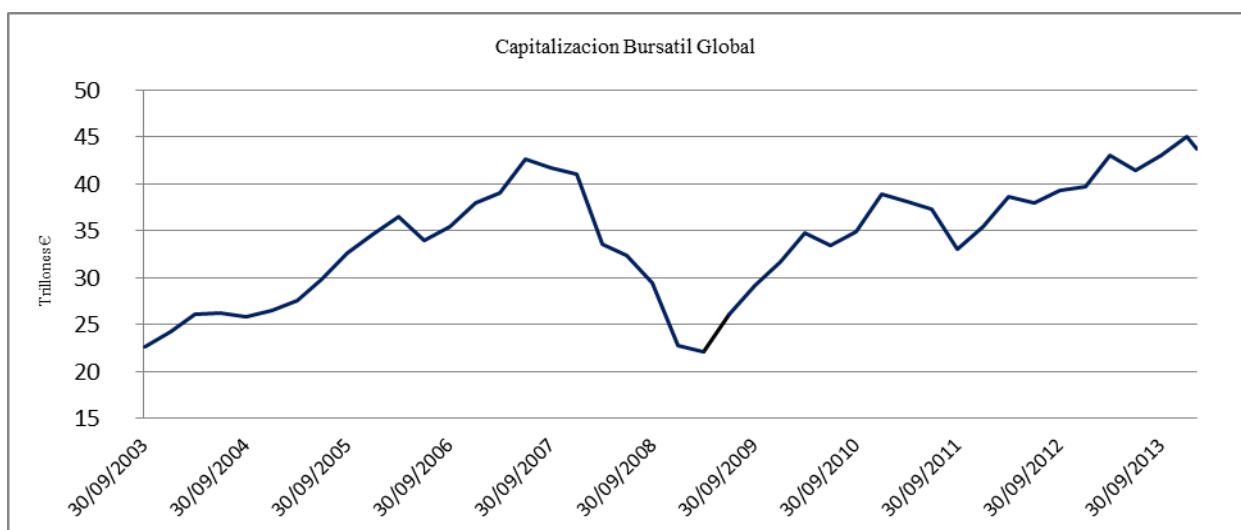
Gráfico 58. Acciones y deuda globales.



Fuente: Bloomberg, US-T, Eurostat, FMI, Dealogic

En términos de capitalización bursátil global, observamos claramente como anticipa la tendencia económica. Mientras que el crecimiento solo comienza a descender en la Eurozona y Estados Unidos a partir del tercer trimestre del 2008, la capitalización bursátil global comienza su caída con un año de antelación en el tercer trimestre del 2007. El punto de inflexión de su tendencia también se anticipa al punto de inflexión de la caída del crecimiento económico y la valoración bursátil comienza a aumentar varios meses antes de que lo haga el crecimiento.

Gráfico 59. Evolución de la capitalización bursátil global.



Fuente: Elaboración propia con datos de *World Exchange Market Capitalization Index*

El punto más bajo de la crisis económica en términos de crecimiento se sitúa en el cuarto trimestre del 2009 en la Eurozona y Estados Unidos y en el segundo trimestre del 2010 en el caso español. Sin embargo, la valoración bursátil toca su mínimo en el primer trimestre del 2009. Posteriormente, en el 2011, desciende como consecuencia de la crisis soberana europea y prosigue con un crecimiento relativamente estable.

5. Conclusión del tercer capítulo

Podemos concluir que la presencia de las IFIS en los mercados internacionales de capital se materializa principalmente a través de su actividad de financiación, es decir, mediante la emisión de bonos en diferentes mercados de deuda. La actividad de financiación es la que permite a las IFIS obtener los recursos financieros necesarios para llevar a cabo sus objetivos. Cada institución habrá de adoptar la estrategia más conveniente para optimizar su financiación teniendo siempre en cuenta que su calidad crediticia será determinante a la hora de establecer el precio al que se financia.

El análisis efectuado sobre el mercado de deuda es esencial antes de profundizar en el análisis de la actividad de financiación de las IFIS a través de los diferentes mercados, lo cual haremos en el siguiente capítulo. Dicho análisis de volumen nos permite contextualizar la actividad emisora de las IFIS dentro del mercado de deuda global en el que se realiza, comparar los volúmenes emitidos con los de otras categorías de emisores de deuda y ponerla en perspectiva respecto a la deuda soberana de las zonas geográficas en las que actúan.

Para realizar nuestro análisis de volumen hemos efectuado una serie de elecciones en términos de suministradores de datos ya que, aunque las fuentes son instituciones oficiales o instituciones privadas líderes en el sector de suministro de datos, los datos obtenidos no siempre son comparables. Por ello, en cada caso hemos justificado nuestra elección basándonos en un criterio de comparabilidad. El análisis de volúmenes de actividad se realiza mediante la utilización de gráficos ya que permite una mejor apreciación de la evolución de las series numéricas.

Las emisiones de bonos realizadas por las IFIS se realizan utilizando el método de sindicación bancaria. Por ello, hemos comenzado el análisis de volumen determinando el volumen de

deuda sindicada emitida por los sectores público y privado. Seguidamente, la deuda sindicada total ha sido dividida en cinco categorías que nos permiten comparar la deuda emitida por el sector SSA con la deuda emitida por otras categorías de emisores. Dentro de estas categorías, las agencias americanas son analizadas de manera independiente, por lo que el sector SSA excluye dichas agencias. Si las consideramos conjuntamente obtenemos el volumen de emisión global del sector SSA, en cuyo caso, constituye el principal sector emisor de deuda sindicada hasta el año 2013.

Sin embargo, en el año 2013 el volumen de emisión del sector SSA es ligeramente inferior al de las corporaciones empresariales. Esto es debido a un doble efecto. Por una parte, el aumento de la actividad emisora de las corporaciones empresariales dada la mejora de las expectativas de crecimiento, especialmente en Estados Unidos, dentro de un contexto de mercado con bajos tipos de interés que hace atractiva su financiación mediante emisión de deuda. Por otra parte, la muy significativa reducción del volumen de las emisiones efectuadas por las agencias americanas no es compensada por el aumento en la actividad emisora del resto del sector SSA.

Las entidades financieras privadas, diferenciadas en dos categorías correspondientes a la tipología de la deuda emitida, quedan en tercer lugar en cuanto a volumen de emisión de deuda sindicada se refiere.

Al comparar los volúmenes de emisión de las agencias americanas con los del resto del sector SSA, observamos como las primeras mantuvieron un volumen más elevado de emisión hasta el año 2011, momento a partir del cual las necesidades de financiación del resto del sector SSA aumentan y sobrepasan los volúmenes emitidos por las agencias americanas. La tendencia a la baja en términos de volumen de emisión de una categoría y al alza de la otra, hacen que a partir del 2011 los volúmenes emitidos sean divergentes. En el año 2011 ambas categorías emiten aproximadamente el mismo volumen cuando en el año 2001 un 80% era emitido por las agencias americanas. En el año 2013 un 70% fue emitido por el resto del sector SSA.

En nuestro análisis de volumen del sector SSA hemos establecido la evolución de los volúmenes emitidos por las principales instituciones en el periodo 2006-2014, siendo los datos del último año del periodo estimaciones realizadas por cada uno de los emisores

respecto a su propia actividad en dicho año. Se observa una fuerte aceleración de la actividad emisora a partir del 2007.

Dado que las IFIS europeas constituyen el grupo de emisores dentro del sector SSA al que otorgamos mayor atención durante el desarrollo de la presente Tesis, hemos efectuado el análisis de volumen de deuda emitida por los países miembros de la Eurozona, constatando un importante incremento de su actividad emisora a partir del comienzo de la crisis soberana Europea. Con el fin de analizar la evolución de emisión de deuda y deuda viva dentro del contexto económico en el que se encuentra, hemos considerado oportuno analizar la evolución de la deuda respecto al producto interior bruto en la Eurozona.

Continuamos el análisis comparativo analizando crecimiento, inflación y desempleo como las tres variables macroeconómicas de mayor impacto en la deuda soberana, constatando la relación existente entre incremento de volumen emisor y descenso del crecimiento económico. Así, en la Eurozona, la emisión de deuda comienza a aumentar significativamente a finales del 2008, el ratio de deuda público respecto al PIB aumenta a partir del cuarto trimestre del mismo año y la tasa de crecimiento comienza su caída en ese mismo momento. Comparando nuestro análisis de la actividad emisora de la Eurozona con la evolución de las tres variables macroeconómicas elegidas, observamos la existencia de una fuerte correlación entre el volumen de deuda soberana emitido en la Eurozona y la tasa de crecimiento durante el periodo 2000-2013.

Al efectuar el análisis de las variables macroeconómicas españolas se constata un menor crecimiento que en la Eurozona a partir de la crisis y una tasa de desempleo muy superior. Al introducir en nuestro análisis las variables macroeconómicas de Estados Unidos observamos como el crecimiento económico comienza a caer con anterioridad al de la Eurozona y como cae en menor medida para recuperarse de manera más estable. La crisis soberana europea tiene un claro impacto negativo en la recuperación del crecimiento económico de la Eurozona. A finales del 2013 la inflación se encuentra a niveles muy bajos en las dos zonas económicas, Estados Unidos y la Eurozona, mientras que en el caso español la tasa es cercana a cero. El riesgo deflacionista es una realidad tenida en cuenta por las autoridades encargadas de determinar la política monetaria⁹³.

⁹³ Banco Central Europeo en el caso de la Eurozona y Reserva Federal Americana en el caso de Estados Unidos.

En términos de desempleo, la capacidad de la economía de Estados Unidos para crear empleo es claramente muy superior a la Europea ya que a finales del 2010 este se encontraba a un nivel del 10% en ambas economías y diverge hasta una tasa de desempleo del 12% en la Eurozona y del 7% en Estados Unidos a finales del 2013. En España el desempleo pasa del 8% en el 2007 al 26% a finales del 2013 después de haber alcanzado su máximo por encima del 27% durante ese mismo año.

Después de establecer el volumen de emisión anual de las IFIS respecto a otras categorías de emisores y respecto a los emisores soberanos europeos, hemos realizado una estimación de los volúmenes de deuda viva existentes en los mercados internacionales. Estimamos el volumen de deuda viva representada por un título en €60,3 trillones de los que €9,3 trillones corresponden al sector SSA, es decir, un 14% sobre el total estimado de deuda viva en el año 2013.

Terminamos nuestro estudio sobre el volumen del mercado de deuda comparando la deuda viva total estimada con la capitalización bursátil global. Esta segunda es de €45 trillones a finales del 2013 que, junto con los €60,3 trillones de deuda viva, hacen un total de €105,3 trillones de activos financieros negociables representados por un título. De este total, 42% corresponde a las acciones y 58% a los bonos.

El análisis realizado nos permite concluir con la constatación del crecimiento constante del volumen de deuda emitida por el sector SSA durante los últimos años como consecuencia del papel desempeñado por estos emisores en los programas de estímulo económico implementados para contrarrestar los efectos de la crisis financiera. La creación de nuevas agencias ha contribuido al crecimiento del volumen de deuda emitida por el sector SSA europeo. Sin embargo, a pesar de la diversidad de instituciones que integran el sector, existe una gran concentración de la actividad en unos pocos emisores.

CAPÍTULO 4 – LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES EN LOS MERCADOS DE DEUDA (II) – MERCADOS DE DEUDA Y BASE DE INVERSORES

1. Introducción al cuarto capítulo

Tras haber analizado en el capítulo anterior la relevancia de la actividad de financiación de las IFIS europeas pasamos a analizar los mercados a través de los que la implementan. Cada emisor del sector SSA aplica su estrategia de financiación en función de su calidad crediticia y de los volúmenes a emitir. Se expondrán los diferentes mercados en los que las IFIS se financian, la estrategia que siguen al hacerlo y la repercusión de sus actividades en el desarrollo de los mercados financieros en los que participan, tanto domésticos como internacionales. Una presencia regular en los mercados de deuda, manteniendo una estrategia que optimice el coste de los recursos obtenidos, es determinante para mantener la competitividad de la actividad de préstamos y optimizar el rendimiento de las carteras de inversión en activos financieros.

A través de su actividad en diferentes mercados, las IFIS establecen interrelaciones que afectarán a las estrategias de los inversores, al desarrollo de unos mercados de deuda que propicien el crecimiento de mercados financieros domésticos y a la redistribución del ahorro entre diferentes regiones geográficas y agentes económicos.

Expondremos la relación de las IFIS con los inversores internacionales y describiremos la composición de su base de inversores, dividida en dos grandes grupos: el de las instituciones oficiales y el de las instituciones financieras privadas. Dentro del primero distinguimos dos categorías: Bancos Centrales y Fondos Soberanos. El segundo grupo se encuentra constituido por cuatro categorías: gestores de activos, fondos de pensiones, compañías aseguradoras e instituciones bancarias.

Para el desarrollo de la actividad de financiación de las IFIS, las instituciones oficiales representan un papel muy importante, por lo que analizaremos en profundidad tanto a los Bancos Centrales como a los Fondos Soberanos. En lo que se refiere a los Bancos Centrales, efectuamos el análisis de sus reservas a partir de las bases de datos creadas por el Fondo Monetario Internacional. Este análisis nos permite evaluar la importancia de los Bancos Centrales como inversores en bonos emitidos por las IFIS y apreciar el impacto de las reservas tanto en los mercados internacionales de deuda como en la economía global.

Al centrarse esta Tesis en las IFIS europeas, comparamos las reservas de divisa mantenidas por el Eurosistema con las reservas de divisa gestionadas por los Bancos Centrales del resto del mundo. De las tres categorías de activos que componen las reservas mundiales, a saber, reservas de divisa, oro y derechos especiales de giro, la primera es la de mayor volumen, crecimiento e impacto en los mercados internacionales de capital. Parte de esas reservas de divisa son invertidas por los Bancos Centrales en las IFIS. Dada su importancia, profundizamos en su análisis diferenciando entre reservas de divisa asignadas y no asignadas. Se exponen sus orígenes, objetivos y estrategias de gestión teniendo particularmente en cuenta criterios de liquidez, riesgo y rentabilidad. Analizaremos la evolución de las reservas de divisa gestionadas por 164 países y la Eurozona, el proceso mundial de acumulación de reservas de divisa y su fuerte concentración en un limitado grupo de países.

Con el objetivo de determinar el volumen total de activos gestionados por las instituciones oficiales, determinamos el volumen total de activos gestionados por los Fondos Soberanos mundiales y estudiamos su evolución a lo largo de la última crisis financiera. Clasificamos por volumen de activos bajo gestión setenta y cuatro Fondos Soberanos constatando, al igual que en las reservas de divisa, una fuerte concentración en un limitado grupo de países. La clasificación de las reservas de divisa y de los Fondos Soberanos permite proponer el concepto de Capital Acumulado Total (CAT) así como un conjunto de ratios susceptibles de

ser utilizados bien a escala global o de forma independiente. Establecemos el CAT de la Eurozona y lo comparamos con el mundial.

2. Participación de las IFIS en los mercados de deuda

Los mercados de deuda en su conjunto componen la fuente de financiación más importante a nivel global. La *Association for Financial Markets in Europe (AFME)* estima que los bonos emitidos en Estados Unidos representan el 44% del mercado de bonos global y que, como en Europa, representa dos tercios sobre el total de valores negociados. En Europa, el 60% de los bonos emitidos son gubernamentales, el 29% provienen de grandes corporaciones y el 11% de la titularización de activos. La proporción de bonos emitidos en Estados Unidos por las grandes corporaciones es mayor que en Europa. El 95% de las inversiones en bonos se efectúan por inversores institucionales (AFME, 2014).

Recuadro 15. Mercados Internacionales y Mercados Domésticos.

Los mercados de bonos domésticos, o nacionales, están constituidos por los bonos emitidos por instituciones de un país concreto dentro del cual se comercian dichos bonos. Las instituciones emisoras pueden ser gubernamentales, sub-soberanos o de carácter privado.

El mercado internacional de bonos se divide a su vez en el mercado de eurobonos y el mercadeo foráneo de bonos. El primero está constituido por bonos emitidos en una moneda distinta a la del país donde se emiten. La primera transacción en formato eurobono es considerada como el origen del mercado internacional de bonos y fue listada en 1963 en la bolsa de Luxemburgo⁹⁴ (IFR, 2013). El segundo está constituido por bonos emitidos por emisores no residentes en el países donde se emiten (AFME, 2014).

Los reguladores internacionales establecen diferentes requisitos administrativos, legales y fiscales para la emisión y distribución de las emisiones efectuadas según el emisor sea o no residente.

⁹⁴ En 1963, Autostrade, operador y constructor de la red de autopistas italianas, emite el primer Eurobond de 15 millones de dólares americanos al 5,5% con vencimiento a 20 años.

Las IFIS obtienen prioritariamente los recursos financieros para desarrollar sus objetivos a través de los mercados internacionales de capital. Para ello, participan en los grandes mercados de deuda y buscan alternativas de financiación en mercados financieros de menor tamaño que pueden ser tanto mercados desarrollados como mercados en desarrollo. Diferenciamos, por tanto, dos tipos de mercados de deuda: los principales y los periféricos. A pesar de que nuestro análisis es válido para el conjunto de las IFIS globales, lo centramos en torno a las estrategias de financiación de las IFIS europeas.

2.1. Las IFIS en los principales mercados de deuda

La emisión de deuda negociable constituye el instrumento de financiación fundamental de bancos supranacionales y agencias de desarrollo. En ocasiones pueden recibir créditos bancarios sindicados o financiarse a través de préstamos pero estas vías de financiación son de volumen reducido.

Recuadro 16. Los programas de emisión de deuda.

Las emisiones de bonos son efectuadas en su gran mayoría utilizando contratos marco a través de los que se documentan las transacciones siguiendo los requisitos y reglamentación de cada mercado. Estos contratos o programas de emisión son diferentes para cada jurisdicción y por tanto la base de inversores a la que dan acceso cambia de unos a otros. Por ello, cada institución establece diferentes programas de emisión con el fin de mantener una base de inversores lo más diversificada posible. Los principales programas de emisión son el *Global Program*, el *Euro Medium-Term Note Programme* y el *Australian Dollar Medium-Term Programme*. Para poder emitir en el mercado doméstico japonés, las entidades emisoras extranjeras han de registrar ante las autoridades financieras competentes dos informes que hacen las veces de programa de emisión doméstico, el *Shelf Registration* y el *Securities Report*. Las emisiones realizadas en ciertos mercados pueden realizarse utilizando una documentación no estandarizada o *stand-alone*. Las emisiones de deuda a corto plazo, generalmente hasta un año de vencimiento, se efectúan a través de los programas para la emisión de letras o *comercial paper*. Para los emisores europeos el programa de este tipo más frecuente es el *Euro Commercial Paper*.

2.1.1. Emisión de bonos USD por las IFIS

Las emisiones denominadas en USD, junto con las emisiones denominadas en EUR, constituyen la denominación de mayor volumen de emisión de deuda dentro del sector. Por regla general observamos una gran participación de las instituciones financieras internacionales en el desarrollo de los mercados de deuda, que se extiende a los principales mercados internacionales y no solo a los periféricos o a los pertenecientes a países en vías de desarrollo. Así, en 1988 el Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo ejecuta la primera transacción con formato global denominada en dólares. Su vencimiento fue a diez años y la talla de \$1,5 billones (IFR, 2013).

Los bonos denominados en dólar americano representan una de las principales fuentes de financiación de las IFIS dado su volumen, liquidez y competitividad de costes de financiación. Las condiciones de tipos de interés han permitido la obtención de recursos financieros a unos costes difícilmente obtenibles en otros mercados desarrollados.

Dentro de las IFIS europeas, el BEI, debido a sus necesidades de liquidez elevadas, constituye el emisor más importante en dólar americano con un total de deuda viva en esta moneda de \$115,8 billones a 27 de noviembre del 2013. Este total se encuentra repartido en treinta y seis transacciones de referencia, o *benchmark*, ejecutadas bajo el *USD Global Programme* de la institución y con un rango de vencimientos que van desde el 2014 al 2036 (EIB, 2013a).

Las agencias nacionales o regionales y los otros dos bancos supranacionales europeos, el BERD y el BDCE, mantienen un alto nivel de actividad en USD. El atractivo de estos bonos se encuentra en gran medida en el grupo de inversores institucionales que los compran, representando los Bancos Centrales un importante porcentaje de la demanda. Los Bancos Centrales asiáticos mantienen la gran mayoría de sus grandes reservas en activos financieros denominados en USD a pesar de una progresiva pero lenta diversificación de sus carteras, permitiendo a las IFIS vender los bonos emitidos a un grupo de inversores en demanda de alto nivel crediticio.

2.1.2. Emisión de bonos EUR por las IFIS

La primera transacción denominada en euros fue realizada por el Banco Europeo de Inversiones en 1997 con un vencimiento a 7 años, un cupón del 5,25% y un volumen de €1,3 billones. Desde ese momento, tras el cual se produce la incorporación a la moneda única de un gran número de países europeos, el mercado no ha dejado de crecer (IFR, 2013).

El BEI es también el mayor emisor de bonos denominados en euros dado su elevado programa de financiación. La institución no solo es el mayor emisor no gubernamental en Europa si no el mayor emisor no gubernamental a nivel global⁹⁵, seguido por otras dos instituciones pertenecientes al sector SSA, KfW y el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera. Les sigue en cuarto lugar la corporación *General Electric Company* y en quinto la agencia hipotecaria americana *Federal National Mortgage Association* (IFR, 2013).

El BEI mantiene dentro de su estrategia de financiación dos programas de emisión en euros, el *Euro Area Referente Note Facility (EARN)* y el programa de pequeñas operaciones de referencia llamado *Plain Vanilla Targeted Bonds* y conocido como *ECoops*. A finales de noviembre del 2013 el primero contaba con veintiséis transacciones de referencia dentro del rango de vencimientos 2014-2037 por un montante total de €139 billones. El segundo contaba con veintisiete transacciones dentro del rango de vencimiento 2014-2042 con un volumen total de €58 billones (EIB, 2013b).

Con anterioridad a la entrada de la moneda única, el EIB comenzó a tomar iniciativas que propiciasen la creación de un mercado líquido y diversificado en euros. Introdujo en 1999 el programa EARN, designado para proveer gradualmente al mercado de bonos denominados en EUR de una curva de vencimientos líquida y transparente. La talla mínima de las emisiones del programa EARN es de €5 billones, lo que desde el comienzo del euro como moneda única le convirtió en el mayor emisor no gubernamental en la Eurozona de bonos denominados en esta moneda (EIB, 2006).

En términos de volumen, los mecanismos europeos de ayuda financiera creados con el objetivo de financiar a los países europeos que atravesasen dificultades como consecuencia de

⁹⁵ El estudio ha sido hecho por *International Financial Review* dentro del periodo comprendido entre el 1 de mayo del 2012 y 30 de abril del 2013.

crisis financieras, representan una parte importante de las transacciones efectuadas en euros. El programa de financiación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) para el año 2014 es de €17 billones⁹⁶ y el del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) es de €34,5 billones⁹⁷ (EFSF & ESM, 2013).

La Unión Europea realiza igualmente emisiones de deuda para financiar sus diferentes programas. La totalidad de la deuda emitida por estas agencias se realiza en el mercado euro.

2.1.3. Emisión de bonos JPY por las IFIS

Las emisiones de deuda efectuadas por las IFIS en el mercado doméstico japonés se pueden dividir en tres grupos principales: emisiones *Samurai*, emisiones *Uridashi* y emisiones privadas.

Cada uno de estos grupos integra una tipología de inversores determinada por lo que las IFIS, con intención de diversificar su base de inversores domésticos japoneses, participan en los tres segmentos del mercado con mayor o menor frecuencia dependiendo de la coyuntura económica de cada momento.

Los volúmenes emitidos por las IFIS en este mercado, aunque importantes en algunos periodos, son muy inferiores a los de los mercados USD y EUR. La base de inversores más segmentada y la estructura de las transacciones privadas conllevan una mayor diversidad en el marco jurídico de estas transacciones si lo comparamos con los mercados europeo o americano.

Las instituciones financieras internacionales han participado activamente en el desarrollo de los mercados domésticos japoneses de manera continua. La emisión total de bonos en el mercado *Uridashi* en el año 2013 fue de \$23billones y la del mercado *Samurai* de \$16,1 billones (Bloomberg, 2014).

⁹⁶ MEDE renovará su deuda para la financiación del programa destinado al sector bancario español y continuará financiando el programa de ayuda macro-económica aprobado para Chipre.

⁹⁷ FEEF continua la financiación de los programas aprobados para Grecia y Portugal y renovando su deuda relacionada con los programas ya financiados.

Recuadro 17. Emisiones internacionales públicas en el mercado doméstico japonés.

Dentro de las emisiones públicas realizadas en el mercado doméstico japonés por emisores extranjeros cabe diferenciar entre emisiones *Uridashi* y emisiones *Samurai*. Los emisores no japoneses han de presentar ante las autoridades financieras japonesas⁹⁸ un *Shelf Registration* que se compone de dos documentos principales, el *Shelf Registration Statement for Primary Offerings* y el *Shelf Registration Statement for Secondary Offerings* (JMF, 1948). El primero está destinado a los bonos emitidos y vendidos directamente en el mercado japonés, estos serán los bonos *Samurai* que siempre están denominados en yen japonés (JPY). El segundo se utiliza para los bonos que tras su emisión son vendidos a instituciones bancarias en el mercado europeo, las cuales revenden posteriormente los bonos a bancos japoneses que los colocaran en las carteras de inversores japoneses domésticos que pueden ser inversores minoristas o institucionales. Estos segundos bonos constituyen los llamados bonos *Uridashi* y pueden ser emitidos en moneda extranjera.

Para poder emitir en el mercado doméstico japonés, las entidades emisoras extranjeras además de efectuar el *Shelf Registration* deberán presentar regularmente un *Securities Report* que informe sobre la evolución de las actividades y estado financiero de la entidad emisora.

La presencia en el mercado doméstico japonés del Banco Mundial es muy importante y sus emisiones han conseguido implantarse para el inversor japonés como el bono AAA de referencia gracias a una presencia regular del emisor⁹⁹. El Banco Mundial realizó su primera transacción en el mercado doméstico japonés en 1971 realizando así una de las primeras emisiones *samurái* del mercado. A partir de los años 90 el banco comienza a realizar un importante número de transacciones *uridashi*, convirtiéndose en uno de los mayores emisores de este mercado. En los últimos años comienza a ser una de las instituciones líderes en el desarrollo del mercado *Green Bond*, concepto al que los inversores japoneses están fuertemente vinculados (Euromoney, 2012).

⁹⁸ El llamado *Financial Instruments and Exchange Act of Japan* es implementado por el Ministerio de Finanzas Japonés y por la Agencia de Servicios Financieros y constituye la regulación básica en términos de regulación de activos negociables en Japón.

⁹⁹ La relación entre el Banco Mundial y Japón comienza en 1952 ya que la reconstrucción de Japón tras la segunda guerra mundial dependía de las entradas de capital extranjero. El Banco Mundial otorgó préstamos por un total de \$850 millones a través de más de 30 préstamos destinados a financiar proyectos de desarrollo económico (Euromoney, 2012).

Las emisiones privadas, denominadas en JPY u otras monedas, son destinadas a inversores japoneses y forman parte de las estrategias de financiación de las IFIS. Este mercado está constituido por transacciones altamente estructuradas y confeccionadas a la medida de las necesidades del inversor en términos de cupón, vencimiento y moneda. Son operaciones de alta complejidad en su estructura y por tanto en la de los productos derivados de cobertura asociados, lo que hace que los volúmenes negociados desciendan fuertemente desde el comienzo de la crisis financiera. Este mercado, que permitía al emisor la obtención de un coste de financiación altamente competitivo, tiende a desaparecer dada la aversión al riesgo no solo de los inversores sino también de los gestores de las carteras de derivados de las instituciones bancarias. Algunos emisores encontraron en este tipo de transacción, antes de la crisis financiera, su nicho de financiación y desarrollaron plataformas de negociación electrónica capaces de ejecutar transacciones directamente entre inversor, intermediario y emisor de manera automática. Este método permitía ejecutar transacciones a cualquier hora del día y con volúmenes nominales unitarios muy bajos para los que anteriormente no existía interés por parte del emisor (Eksportfinans, 2007).

Tradicionalmente el mercado japonés ha sido el más importante en cuanto a la emisión de deuda estructurada, alcanzando su punto álgido en el 2003 con la negociación del equivalente a unos \$15 billones en operaciones cuya talla media fue de \$10 millones, pero los volúmenes han descendido considerablemente durante los últimos años. Esto se debe principalmente a la problemática inherente a la gestión del riesgo financiero que conllevan las transacciones que incorporan múltiples opciones. El emisor cubre el riesgo de la emisión con un contrato derivado que actúa como espejo del bono emitido. Así, si el emisor tiene la opción de repagar su deuda anticipadamente, la contrapartida con la que se ha ejecutado el producto derivado tendrá con antelación esa misma opción. Llegado el momento, si la contrapartida del derivado ejerce la opción de cancelación anticipada¹⁰⁰ de su contrato con el emisor, este ejercerá la suya cancelando anticipadamente su deuda con el inversor.

Al ser las opciones generalmente de carácter múltiple, los vencimientos hasta 35 años, y encontrarse la estructura de los cupones ligada al tipo de cambio entre el JPY y otra divisa, la estimación de los riesgos de mercado de las operaciones es difícil de realizar, incorporando

¹⁰⁰ Dichas opciones pueden ser únicas (Opción Europea), a efectuar en cualquier momento (Opción Americana) o en fechas concretas coincidiendo generalmente con el pago del cupón (Opción Bermuda).

los gestores de derivados un riesgo cada vez mayor a sus carteras a medida que estas aumentan. Estos han de cubrir sus posiciones comprando opciones en sentido contrario, pero al existir una demanda unidireccional la cobertura es cara y difícil de encontrar. Como medida temporal hasta que comenzó el declive del mercado algunos *dealers* compraron opciones a corto plazo que iban renovando, pero esa cobertura estaba lejos de ser perfecta y el riesgo que implicaban dichas operaciones resultó en una desaceleración del mercado.

2.1.4. Emisión de bonos GBP por las IFIS

El único banco supranacional europeo que mantiene una actividad regular en libra esterlina como parte de su estrategia de financiación es el BEI que identificó una base potencial de inversores en esta divisa en el momento que las emisiones gubernamentales británicas comenzaron a disminuir. Este mercado es el tercero de mayor importancia para la institución. A finales del 2012, la libra esterlina representaba el 14% de una deuda viva total de €412 billones, por detrás el 47% en euros y el 25% en dólares. En el año 2013, la institución emitió £10 billones en este mercado, el cual alcanzó un volumen de emisión de £104 billones (Bloomberg, 2014).

El BEI mantiene una presencia estratégica en el mercado de libra esterlina. Sin embargo, las demás instituciones financieras internacionales participan de una manera más limitada dependiendo en gran medida de las condiciones ofrecidas en cada momento por del mercado de productos derivados para convertir las libras esterlinas en euros o dólares.

2.1.5. Emisión de bonos CHF por las IFIS

El mercado de francos suizos es caro y pequeño en comparación con los dos grandes mercados. Ofrece ciertas oportunidades en los plazos largos, de diez a treinta años, pero los costes de financiación siguen siendo poco atractivos para las IFIS por lo que en general realizan únicamente emisiones puntuales.

Los tres bancos supranacionales europeos están presentes en este mercado el cual les permite diversificar y efectuar transacciones de vencimiento largo. Fondos de pensiones y

aseguradoras constituyen una parte importante de la base de inversores del mercado suizo y ambos mantienen criterios de inversión estrictos respecto a la gestión de activos y pasivos. El mercado suizo alcanzó un volumen de emisión de 64 billones de francos suizos en el año 2013 (Bloomberg, 2014).

2.2. Las IFIS en los mercados de deuda periféricos maduros

Los mercados periféricos maduros, poco relevantes en términos de volumen sobre el total anual a financiar por las IFIS hasta hace pocos años, han cobrado gran importancia dentro de sus programas de financiación. Se trata de mercados establecidos que al atravesar cambios estructurales resultan beneficiosos en términos de coste para los emisores supranacionales y les permiten ampliar su base de inversores.

2.2.1. Las IFIS y el mercado australiano

El mercado australiano ha experimentado un fuerte crecimiento en los últimos años, crecimiento en el que la participación de las IFIS ha sido significativa. El principal objetivo de las IFIS en este mercado es el de diversificar sus fuentes de financiación a un coste competitivo. Respecto a este mercado, las IFIS están expuestas a la evolución de los derivados sobre tipo de cambio. Sin embargo, en términos de volumen, el mercado australiano ofrece expectativas de crecimiento dado su alto nivel de liquidez y el ritmo de crecimiento económico australiano. Existen además otros factores de expansión del mercado como son los fondos de pensiones¹⁰¹ y las inversiones del gobierno en dólar australiano a través de su *Future Fund*¹⁰².

Así, el sector de SSA, escasamente representado en este mercado a principios de la década de los años 2000, se encuentra presente hoy en día prácticamente en su totalidad. Todas las IFIS Europeas, además de la gran mayoría de las internacionales, participan en la emisión de deuda

¹⁰¹ Obligatorias bajo la ley australiana y con un volumen total en torno a un trillón de dólares australianos a finales del 2010.

¹⁰² Los superávits presupuestarios son destinados al *Future Fund*.

en el mercado australiano. Las agencias estatales como Kommunalbanken, KfW, Rentenbank o ICO también han contribuido de manera importante en este mercado.

Podemos dividir el mercado australiano en dos segmentos diferenciados: el de emisores domésticos que efectúan emisiones en dólar australiano (AUD) y el de emisores no australianos que efectúan emisiones AUD. Este segundo segmento del mercado es el denominado *Kangaroo Market* y es a través del cual las IFIS realizan sus emisiones en AUD. El primero lo denominamos como *non-Kangaroo Market*.

En términos de volumen, el *Kangaroo Market* alcanzó un volumen de emisión superior a los AUD 27 billones en el 2013 mientras que el volumen en el año 2002 era de AUD 3 billones. El *Kangaroo Market* comenzó a mediados de los años 90 (KangaNews, 2006) y alcanzó el máximo volumen de emisión anual en el año 2010 con AUD 36 billones. El *non-Kangaroo Market*, por su parte, se situaba en los AUD 16 billones en el año 2012 y creció hasta AUD 84 billones en el 2013, experimentando un máximo de emisión anual en el año 2009 que llegó a los AUD 96 billones (Bloomberg, 2014).

La participación de emisores internacionales en el mercado de deuda australiano comienza con la reducción de los volúmenes de deuda pública emitidos por el gobierno australiano después de nueve superávits consecutivos y la afectación a la reducción de la deuda pública de los fondos obtenidos de privatizaciones de empresas pertenecientes al sector público (RBA, 2005). Ante este contexto los inversores domésticos buscan alternativas de inversión en bonos de alta calidad crediticia, lo que da posibilidad a las IFIS de entrar en el mercado a costes de financiación competitivos. De este modo, aunque las emisiones gubernamentales garantizan un volumen mínimo que mantenga la liquidez y una curva de interés de referencia, el vacío en términos de volumen ha de ser cubierto por el sector privado doméstico y emisores extranjeros principalmente del sector financiero. Dentro de este contexto, en el que los fondos de pensiones doblaron su volumen en siete años hasta llegar a los AUD 850 billones en el 2005, los inversores sustituyen bonos gubernamentales no renovados una vez llegado el vencimiento por inversiones alternativas de alta calidad crediticia. Al no poder cubrir dicha demanda únicamente a través de emisiones regionales y municipales, los bonos emitidos por las IFIS se convirtieron en alternativa. A partir del año 2009 los bonos gubernamentales comienzan a aumentar acompañados por un mayor volumen de las emisiones sub-soberanas

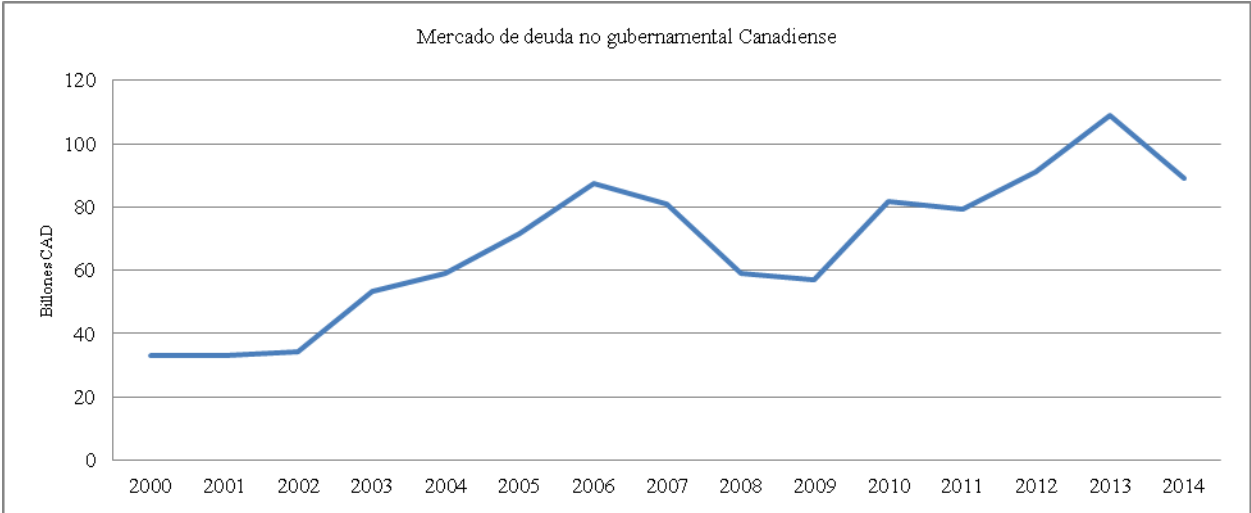
australianas que aumentan sus programas de financiación considerablemente dentro de una economía en expansión.

Podemos decir que el mercado de bonos denominados en AUD se ha convertido en un mercado de deuda de importancia a escala mundial. Los Bancos Centrales de todo el mundo han incluido el dólar australiano en la limitada lista de monedas elegibles en la inversión de sus reservas.

2.2.2. Las IFIS en el mercado canadiense

A comienzos del 2005 el mercado doméstico canadiense recibió un gran impulso al ser transformada la ley sobre los activos en los que pueden invertir los fondos de pensiones del país. La proposición para abolir las restricciones a la compra de bonos emitidos por instituciones extranjeras, conocidas como *Foreign Content Rules for Canadian Pension Funds* comenzó el 23 de febrero de dicho año.

Gráfico 60. Mercado de bonos no gubernamentales Canadiense.



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI y Bancos Centrales

El mercado doméstico canadiense no gubernamental alcanzó en el 2006 un volumen de CAD 87,6 billones repartidos en 306 transacciones, volumen que no es superado hasta el año 2012 y que en el 2013 alcanza CAD 109 billones (Bloomberg, 2014).

A partir del año 2005 las IFIS comienzan a estar presentes en el denominado *Maple Bond Market*, bonos emitidos en dólares canadienses (CAD) por emisores extranjeros para ser vendidos en el mercado doméstico de Canadá. Los vencimientos de las emisiones realizadas son largos, generalmente entre diez y treinta años, lo que es atractivo para los bancos supranacionales que al financiar proyectos a largo plazo buscan fondos que equilibren su balance en términos de vencimiento. Sin embargo, la evolución de este mercado es moderada en términos de volumen, CAD 4,4 billones en el año 2012 (Hessami, 2013) y como consecuencia, también la participación de las IFIS.

2.2.3. Las IFIS en los mercados de Taiwán, Hong Kong y Singapur

Estos mercados son muy volátiles y de naturaleza oportunista por lo que no representan una fuente de financiación regular para las IFIS. Las emisiones denominadas en dólar de Hong Kong (HKD) suelen ser cortas y destinadas a inversores domésticos. En el caso del dólar taiwanés (NTD) los plazos pueden ser algo más largos pero las estructuras de cupón mucho más sofisticadas. El dólar de Singapur (SGD) ofrece ocasiones a las IFIS oportunidades puntuales de financiación y diversificación.

2.3. Las IFIS en los mercados de nueva creación

La participación de las IFIS en estos mercados es motivada por al menos uno de los tres factores siguientes: ofrecen posibilidades de financiación a un bajo coste, permiten ampliar la base de inversores o constituyen un compromiso de apoyo por parte de las IFIS a la creación o desarrollo de un mercado concreto.

2.3.1. Las IFIS y el mercado Eurolira

El mercado de emisión de bonos en lira turca constituye un buen ejemplo de desarrollo de un mercado doméstico y de la presencia de las IFIS en el proceso. Existen dos antecedentes determinantes en la aparición del mercado Eurolira, en primer lugar la decisión del gobierno de introducir en enero del 2005 la Nueva Lira Turca (TRY) que reemplaza la Lira Turca (TRL)

y cuya principal diferencia es la eliminación de seis ceros como una de las primeras medidas hacia la reforma económica y una posible integración futura en la Eurozona. El segundo acontecimiento clave para el desarrollo de este mercado fue el acuerdo entre Turquía y la Unión Europea bajo el cual se fijaba la fecha para comenzar el debate sobre la posible adhesión del país. Ambas iniciativas fueron apreciadas por los mercados financieros en un momento en el que la inflación había descendido a sus niveles más bajos de los últimos treinta años, no se presentaban presiones inflacionistas y el marco económico general era alentador con expectativas de crecimiento del PIB elevadas (CBRT, 2005).

Este contexto provocó durante las primeras semanas del 2005 una afluencia importante de emisiones de deuda denominadas en TRY y realizadas por emisores internacionales de alta calidad crediticia, principalmente gobiernos e instituciones financieras supranacionales, que quisieron aprovechar la demanda existente en los mercados por parte de inversores interesados en comprar bonos con alta rentabilidad denominados en la nueva moneda. Cupones anuales en torno al 14% llevaron al mercado inversores europeos, al mismo tiempo que los emisores consiguieron fondos a un coste de financiación interesante. Se puede constatar en este momento la creación de un nuevo mercado ya que las emisiones denominadas en TRY realizadas con anterioridad al 2005 solían ser de menor volumen y generalmente de carácter privado, entre el emisor y el inversor, sin que existiese un mercado secundario (ECB, 2004a). Las emisiones se concentraban en vencimientos cortos debido a la inversión de la curva de tipos de interés turca en ese momento, situación que lleva a una disminución del rendimiento de los bonos al aumentar las fechas de vencimiento provocando el desinterés de los inversores que no encuentran valor adicional en inversiones a largo plazo. Los mercados de productos derivados que faciliten, al ser utilizados como instrumentos de cobertura, la ejecución de emisiones a largo plazo eran poco eficientes y de baja liquidez en los plazos largos.

Las emisiones de bonos realizadas son registradas por los sistemas de pagos electrónicos internacionales Clearstream y Euroclear que pudieron, gracias a la nueva denominación de la moneda, solventar ciertas dificultades técnicas existentes hasta el momento para registrar operaciones denominadas en lira turca. Su documentación se realiza bajo el formato estándar de los “Eurobonos”, facilitando los trámites legales al ser emisiones de carácter público con posibilidad de ser negociadas en el mercado secundario siempre que sean registradas en una plaza internacional. La actividad del nuevo mercado, que partió de cero a comienzos del 2005,

alcanzó el equivalente a cinco billones de euros en ese mismo año y la actividad primaria continuó en los años posteriores a pesar de la alta volatilidad que los mercados emergentes sufren a mediados del año 2006.

Debido a esta situación, se dieron dos limitaciones importantes a un mayor desarrollo del mercado Eurolira: la concentración de los vencimientos y el bajo desarrollo de los mercados de productos derivados en TRY. A pesar de ellas las IFIS han seguido manteniendo cierta presencia. En los últimos años la curva de tipos de interés ha dejado de ser inversa, lo que ha hecho que ciertos inversores pierdan su interés en este mercado.

2.3.2. Otros mercados domésticos

La participación de las IFIS como prestamistas en países carentes de mercados internacionales de capital desarrollados conlleva que su participación como emisores en los mercados domésticos de dichos países sea creciente si quieren participar en proyectos que han de financiarse en sus divisas locales. En ocasiones dichas emisiones pueden resultar poco interesantes en términos de coste sobre todo si se tiene en consideración la problemática política que puede originar la emisión de deuda por una entidad extranjera a un coste para el emisor más bajo que el del gobierno del país.

Muchos de estos países no cuentan con mercados de deuda ni de derivados y la negociación con los reguladores locales es frecuentemente costosa, con plazos para la obtención de autorizaciones de participación en los mercados que pueden llevar varios años. La forma de hacer frente a esta problemática y los mecanismos a adoptar por las diferentes IFIS constituye uno de los principales temas de debate sobre la idoneidad de su participación en los mercados internacionales.

En ciertos casos la emisión de deuda en un mercado local constituirá un hecho aislado que probablemente carecerá de trascendencia a la hora de crear un verdadero mercado financiero pero que permita obtener divisas locales con las que financiar un proyecto determinado. Esta situación se da frecuentemente en las operaciones realizadas en divisas domésticas de ciertos países africanos donde la actividad de financiación es especialmente delicada. Ejemplo de este tipo de transacción son las transacciones realizadas por el Banco Africano de Desarrollo en

moneda de países africanos como la pula de Botsuana (BWP). La contribución al desarrollo de los diferentes mercados domésticos en los que operan las IFIS se encuentra estrechamente vinculada al área geográfica en la que desarrollan sus actividades de préstamo, lo que les permite optimizar su conocimiento de las economías y gobiernos en los que desarrollan sus actividades.

En Asia, los mercados de China e India ganan especial importancia. Mercados como el malasio, el filipino o el tailandés cuentan ya con la presencia de instituciones financieras internacionales, especialmente la del Banco Asiático de Desarrollo. Tanto el Banco Interamericano de Desarrollo como el Banco Mundial han realizado emisiones en peso mejicano. El primero también ha realizado una emisión en real brasileño en un intento de comenzar a desarrollar los mercados domésticos sudamericanos.

Además de los hasta ahora citados existen mercados de emisión de deuda doméstica como el islandés, el sudafricano, el búlgaro y el rumano en los que las IFIS efectúan operaciones de financiación. Junto a ellos se encuentran mercados de Europa del Este como el polaco, húngaro, checo y eslovaco que se encuentran hoy en día considerablemente más desarrollados que los puramente emergentes. Otros mercados como el ucraniano y el ruso también experimentan cierta evolución, debiendo las IFIS europeas determinar el nivel de implicación de sus estrategias a la hora de participar, de manera más o menos activa, en dicho proceso (Euromoney, 2014).

2.3.3. Mercado FRN

El mercado de emisión de bonos con cupón flotante, *Floating Rate Notes* (FRN) ha crecido significativamente desde el comienzo de la última crisis. Las emisiones realizadas en euro dentro de este mercado han bajado de un 9% sobre el total emitido por el sector en el 2011 a un 5% debido a las expectativas de tipos de intereses bajos dentro del mercado europeo. En lo que se refiere a las emisiones realizadas en dólares, estas han aumentado de un 3% en el 2011 a un 15% en el 2013 debido a las expectativas de subida de los tipos de interés. Después de periodos largos de tipos de interés bajos, las expectativas de que los tipos de interés suban hacen a este mercado ser atractivo para ciertas categorías de inversores que tendrán en cuenta

las estimaciones futuras sobre los tipos de interés, *forward rates*, a la hora de realizar sus inversiones.

2.3.4. Mercado Green Bond

Este mercado recibe el nombre de *Green Bond Market* en los mercados internacionales de capital pero incluye en realidad no solo transacciones cuyo objetivo es la sostenibilidad medioambiental sino también transacciones socialmente responsables desde un punto de vista más genérico. Transacciones de esta naturaleza existen desde finales del decenio pasado pero el fuerte crecimiento de este mercado se constata en el año 2013 tras un fuerte estancamiento durante los años precedentes.

La primera emisión Green Bond fue realizada en el 2009 por el Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo. Desde ese momento hasta el 2013 la emisión anual media estuvo en torno al medio billón de dólares. Sin embargo, en ese año subió hasta un volumen total cercano a los \$4,5 billones (Citibank, 2013).

El papel de las instituciones financieras internacionales y agencias nacionales en este mercado es determinante para su desarrollo futuro ya que un gran número de inversores dan importancia creciente a sus carteras de inversión socialmente responsables (Euroweek, 2013). Estos inversores empiezan su actividad inversora SRI con la compra de bonos emitidos por instituciones de alta calidad crediticia para ir ampliando el rango de inversiones a otras calidades de crédito en función del crecimiento de sus carteras y del contexto económico-financiero.

Este mercado ha permitido expandir la base de inversores del sector SSA ya que atrae a inversores con un foco especial en la sostenibilidad e impacto medioambiental de sus inversiones.

Los fondos de gestión de activos socialmente responsables han crecido rápidamente desde el 2003. Desde ese año hasta el 2012, los denominados en dólares pasaron de \$1,7 billones a \$2,9 billones y los denominados en euros pasaron de €0,3 billones a €6,8 billones (Credit Agricole, 2013).

Tabla 11. *Green Bonds* emitidos por emisores del sector SSA.

Emisor SSA	Tipo de Emisión	Fecha de Emisión	Vencimiento en Años	Volumen	Mercado
International Finance Corporation (IFC)	Nueva	13/02/2013	3	1 000	\$
Banco Europeo de Inversiones (EIB)	Nueva	11/07/2013	6	650	€
Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (IBRD)	Nueva	09/08/2013	2	550	\$
Banco Europeo de Inversiones (EIB)	Aumento	03/09/2013	6	250	€
Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (EBRD)	Nueva	10/09/2013	5	250	\$
African Development Bank (AFDB)	Nueva	10/10/2013	3	500	\$
Banco Europeo de Inversiones (EIB)	Aumento	24/10/2013	6	250	€
International Finance Corporation (IFC)	Nueva	04/11/2013	3	1 000	\$
Netherlands Development Finance Company (NEDFIN)	Nueva	06/11/2013	5	500	€
Kommunalbanken AS (KBN)	Nueva	12/11/2013	3	500	\$
Banco Europeo de Inversiones (EIB)	Aumento	13/01/2014	6	350	€
Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (IBRD)	Nueva	14/01/2014	1,5	550	\$
Banco Europeo de Inversiones (EIB)	Aumento	18/02/2014	6	500	€
Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (IBRD)	Nueva	13/03/2014	3	550	€
Ile de France (IDF)	Nueva	13/02/2013	3	600	\$

Fuente: Bloomberg, Informa Global Markets.

Dado el fuerte crecimiento experimentado (IGM, 2014), los participantes del mercado creen necesario la existencia de cierta homogenización de las transacciones. Para ello, un grupo de intermediarios financieros, teniendo en cuenta los puntos de vista de emisores e inversores, publican una serie de principios que establecen las características que han de cumplir las emisiones a considerar como parte del mercado Green Bond. Al mismo tiempo articulan la gobernanza de este mercado a través de la *International Capital Markets Association* (ICMA, 2014).

En definitiva, los Green Bonds han de permitir la obtención de fondos y la inversión en proyectos nuevos o existentes con beneficio medioambiental. Los *Green Bond Principles*

(GBP) son unas directivas voluntarias que recomiendan transparencia e integridad en el desarrollo del mercado Green Bond. Proveen ayuda a los emisores para la consecución de transacciones con el impacto deseado, a los inversores mediante la puesta a disposición de la información necesaria para la evaluación el impacto medioambiental de sus inversiones en Green Bonds y a los intermediarios mediante la ayuda al mercado en la aplicación de estándares que faciliten las transacciones.

3. Estrategia de financiación de las principales IFIS Europeas

La estrategia de financiación seguida por las IFIS se efectúa de manera independiente a través de los mercados internacionales de capital ya que no reciben aportaciones anuales por parte de sus países miembros para alcanzar los objetivos fijados en materia de financiación de proyectos. La autonomía de las IFIS en cuanto a sus estrategias de financiación hace que el acceso a los mercados sea flexible, llevando a cabo las transacciones cuando se presentan las mejores oportunidades en términos de coste o en el momento que surge una necesidad específica. De esta forma, los bancos supranacionales participarán en los mercados de capital optimizando la gestión de sus recursos en términos de coste de financiación y liquidez. Frecuentemente, las condiciones bajo las que se financian las IFIS son mejores que las de sus países miembros, lo que repercute positivamente en las condiciones finales de sus préstamos.

Las estrategias de emisión de los bancos supranacionales europeos dan especial importancia a la diversificación de productos, combinando emisiones de referencia generalmente superiores o iguales a un billón de euros, con emisiones de menor tamaño realizadas para satisfacer intereses concretos de sus inversores. Estas últimas pueden destinarse a un único inversor o a un mercado con menor capacidad de absorción de deuda. Las emisiones de referencia suelen ser de cupón fijo, en dólar o euro, y dirigidas a inversores institucionales entre los que tienen especial importancia los Bancos Centrales. Las emisiones de menor talla son de cupón fijo cuando se dirigen a un mercado doméstico de menor volumen como puede ser el dólar australiano pero serán generalmente de cupón variable y estructurado cuando son destinadas a un único inversor con intención de maximizar el rendimiento de su inversión.

Para mantener una actividad de financiación diversificada, la relación con los inversores adquiere vital importancia al igual que el mantener una red eficaz de intermediarios

financieros que permita acceder a ellos. De este modo, todos los emisores supranacionales han incorporado a sus estrategias el desarrollo de una actividad de promoción intensa de sus nombres y de la alta calidad crediticia que conllevan. Por otra parte, el desarrollo tecnológico ha hecho evolucionar los mecanismos de venta de bonos incorporando plataformas de suscripción gestionadas por los bancos intermediarios en las que se registra la totalidad del proceso de venta hasta el momento del lanzamiento de la operación¹⁰³ (Fabozzi, 2000; 2005), lo que permite a la institución emisora un mayor seguimiento de la participación de su base de inversores en sus transacciones.

El Banco Europeo de Inversiones, dado su elevado programa anual de financiación, desarrolla una estrategia que consiste en mantener una fuerte presencia en los principales mercados de deuda a través de la oferta de bonos con un alto grado de liquidez al mismo tiempo que participa en mercados públicos de menor tamaño y efectúa emisiones de carácter privado. Para ello ha desarrollado un programa de emisiones de referencia en euro, divisa en la que ha adquirido el compromiso de emitir regularmente para garantizar la liquidez de sus bonos a los inversores. En segundo lugar, ha desarrollado un programa de emisión de formato *global* a través del que accede a inversores americanos, siendo este tipo de formato el utilizado en sus emisiones de referencia denominadas en dólar. La institución realiza igualmente emisiones de referencia denominadas en libra esterlina (GBP), las cuales han experimentado una fuerte demanda al considerarse como sustitutivas de las menguantes emisiones gubernamentales británicas.

El BEI mantiene así mismo una presencia activa en mercados periféricos de menor talla como el australiano, el neozelandés, el canadiense, o el sudafricano. La institución realiza igualmente transacciones en moneda de mercados domésticos de países con mercados financieros poco desarrollados como el húngaro, polaco, turco o mejicano. Por último, efectúa transacciones estructuradas en función de las condiciones de mercado y la demanda de los inversores. Estas emisiones suelen ser de carácter privado, es decir, con un único inversor. La deuda viva total de la institución se situaba en € 426,4 billones repartidos en veintidós monedas diferentes a 31 de diciembre del 2013 (EIB, 2014).

¹⁰³ Registro del proceso de construcción del libro de órdenes.

La estrategia del CEB es similar a la del BEI pero adaptada a un volumen de emisión significativamente menor. Mantiene su actividad en los mercados de referencia, euro y dólar. En este último mantiene emisiones en formato *Eurodólar* pero todas las transacciones de talla *benchmark* realizadas desde el año 2010 han sido efectuadas bajo un formato *global*. La institución ha desarrollado durante los últimos años una curva de vencimientos en dólares que le permite mantener una base de inversores internacionales con un alto nivel de diversificación. La institución mantenía un total de deuda viva denominada en dólares en torno a los \$ 9 billones en diciembre del 2014. Su presencia en los mercados de libra esterlina, dólar australiano y franco suizo es regular y constituyen fuentes de financiación alternativas que permiten una mayor diversificación de su base de inversores. Participa igualmente en otros mercados como el taiwanés o el japonés cuando las condiciones de estos mercados, menos estables, lo permiten. Cuando se trata del mercado japonés, las transacciones que realiza se efectúan principalmente en el mercado *Uridashi*. En diciembre del 2014 la deuda viva total de la institución se situaba en torno a los € 19 billones (CEDB, 2015).

El BERD sigue una estrategia similar, combinando los mercados de referencia con otros mercados, pero que se distingue por un mayor volumen de transacciones en los mercados de deuda donde realiza su actividad de financiación de proyectos. Su volumen de emisión de deuda anual es algo mayor que el del CEB pero a gran distancia del BEI ya que en el año 2013 emitió bonos por un total de €6,5 billones repartidos en catorce monedas diferentes (EBRD, 2014).

En cuanto a las IFIS no europeas, todas ellas mantienen una presencia más o menos regular en uno o ambos mercados de referencia, dólar y euro. Sin embargo en términos de volumen, al igual que el BERD, efectúan un mayor número de transacciones en mercados domésticos. El *Asian Development Bank* efectúa transacciones en diferentes mercados, como el filipino, tailandés, indio, chino, malasio o coreano. Por su parte, el *African Development Bank* realiza transacciones en un número importante de monedas africanas y el *Inter-American Development Bank* en latinoamericanas.

En términos de vencimientos, las IFIS adaptan el vencimiento de sus emisiones a la demanda de los inversores, siempre teniendo en cuenta sus objetivos en términos de gestión de activos y pasivos, es decir, procurando que no existan grandes diferencias entre la vida media de sus

activos y la de sus pasivos. En configuraciones de mercado de gran aversión al riesgo gran parte de la demanda se concentra en el corto plazo siendo las instituciones SSA los primeros emisores en tener acceso a plazos más largos cuando los mercados comienzan a estabilizarse, como se constató en el 2008 tras la quiebra de Lehman Brothers. Cuando el contexto financiero se encuentra en un entorno de tipos de interés bajos, como es el caso en el 2013 y 2014¹⁰⁴, los inversores aumentan el vencimiento de los bonos en sus inversiones en busca de mayor interés. Generalmente, esta conducta de inversión se dirige prioritariamente a las instituciones SSA que ofrecen mayor rendimiento que los emisores soberanos con una calidad crediticia elevada.

Las condiciones del mercado de derivados son determinantes a la hora de implementar las estrategias de financiación de las IFIS. La existencia de derivados sobre el tipo de cambio en un país determinado permite obtener financiación a través de dicho mercado y convertir los fondos en la moneda de referencia que cada institución supranacional mantenga su balance. Cuando los mercados de derivados son inexistentes o se encuentran escasamente desarrollados, las IFIS utilizan los fondos obtenidos en moneda local para financiar proyectos de desarrollo dentro del mismo país donde se ha efectuado la emisión de bonos, es decir, efectúan operaciones *back-to-back*.

4. Base de inversores de deuda emitida por las IFIS

La base de inversores de las IFIS está compuesta por inversores internacionales de diferentes categorías, cada uno de ellas con diferentes estrategias y criterios de inversión. Identificamos seis categorías principales: Bancos Centrales, Fondos Soberanos, gestores de activos, fondos de pensiones, compañías aseguradoras e instituciones bancarias. Bancos Centrales y Fondos Soberanos son considerados como instituciones oficiales y el resto de las categorías como instituciones financieras privadas.

Los criterios de inversión de cada una de las categorías difieren en función de sus objetivos. Dentro de las instituciones oficiales, los Bancos Centrales tienen como objetivo mantener disponibles activos líquidos de alta calidad, por lo que invertirán preferentemente en activos a

¹⁰⁴ A 30 de abril del 2014 los tipos de interés de referencia del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal Americana se encuentran al mínimo históricos de 0,25%.

corto y medio plazo. Los Fondos Soberanos pueden seguir un criterio similar en la inversión de sus excedentes de liquidez. Ambas categorías son demandantes de activos de alta calidad crediticia y prestan atención al valor relativo de los bonos respecto al de bonos comparables en términos de riesgo de crédito.

Dentro de las instituciones financieras privadas la toma de riesgo y el nivel de rendimiento buscado en cada una de las categorías varía, pero en general es superior que en las instituciones oficiales. Consideramos instituciones financieras privadas a las instituciones bancarias, los gestores de activos, los fondos de pensiones y las compañías aseguradoras.

El peso de los inversores institucionales en la base de inversores de las IFIS es muy elevado. Tradicionalmente los Bancos Centrales han constituido el segmento de mayor importancia en términos de volumen. Sin embargo, en situaciones económicas en las que la aversión al riesgo es mayor se constata una mayor diversificación de la base de inversores. Dicha aversión al riesgo no viene únicamente determinada por los propios inversores sino igualmente por las modificaciones llevadas a cabo en la regulación de la utilización del capital, que exigen a las instituciones financieras invertir sus reservas y activos líquidos en activos de alta calidad crediticia.

Al comenzar la crisis de deuda soberana europea los inversores internacionales, especialmente asiáticos, mantuvieron sus posiciones en el sector SSA europeo pero mostraron cierta reticencia a renovarlas una vez llegado el vencimiento. A partir del 2012 los inversores internacionales comienzan a retomar la confianza en el mercado europeo lo que respalda su recuperación en el 2013 y 2014. Dicho de otra manera, cuando la preocupación al comienzo de la crisis europea era la continuidad del Euro como moneda única, a partir del 2013 comenzó a serlo la recuperación del crecimiento. En el caso de los inversores americanos, fuertemente vinculados al concepto de liquidez, existe un cierto escepticismo en cuanto al grado del compromiso político en Europa respecto a la continuidad del Euro. Europa no ha seguido el proceder del tesoro americano en cuanto a intervenciones de liquidez efectuadas de manera rápida y masiva, lo cual para los inversores americanos es una manera diferente de enfrentarse a la crisis financiera.

Ante este contexto, una alta volatilidad en los mercados y el deterioro de la calidad crediticia de muchos emisores, las instituciones oficiales disminuyeron en ciertos periodos su

participación en las emisiones realizadas por instituciones pertenecientes al sector SSA. Sin embargo, los cambios regulatorios que afectan a los volúmenes de liquidez a mantener por la banca comercial en activos de alta calidad crediticia han propiciado el aumento de la participación bancaria en sus emisiones. En efecto, bajo las recomendaciones de Basilea III las instituciones bancarias deberán cumplir con un coeficiente de cobertura de liquidez conocido como *Liquidity Coverage Ratio (LCR)* a partir del año 2015 que les obliga a aumentar sus activos de alta calidad crediticia. La definición de dicho ratio es la siguiente:

$$LCR = \frac{\text{Stock de Activos Liquidos de Alta Calidad (valorados en condiciones de estrés)}}{\text{Outflows en Efectivo Netos sobre un periodo de 30 días}} > 100\%$$

Un gran número de emisores SSA entran dentro de los criterios establecidos para que un emisor sea considerado como de alta calidad crediticia. Esto ha ocasionado un aumento de las inversiones de entidades bancarias en emisiones realizadas por emisores SSA.

Con el objetivo de hacer frente a los cambios de mercado y encontrarse en posición de poder acceder a diferentes mercados en función de sus necesidades y del contexto económico-financiero, las IFIS han de mantener una comunicación abierta con las diferentes categorías de instituciones internacionales que componen su base de inversores. Las IFIS integrarán en sus estrategias de financiación la evolución de las exigencias y necesidades de sus bases de inversores en términos de volumen, vencimiento y divisa. Las revisiones necesarias de dichas estrategias pueden afectar el coste de financiación de las instituciones y por tanto sus resultados, por lo que deben de ser realizadas en armonía con el resto de sus objetivos.

4.1. Los Bancos Centrales

Los Bancos Centrales han sido considerados tradicionalmente, como entidades específicas a las que no se comparaba con el resto de participantes de los mercados de capital. Sin embargo, dado el fuerte aumento de los volúmenes de reservas de divisa gestionados y su relación con los mercados, el análisis del riesgo asumido en las transacciones efectuadas por los Bancos Centrales se acerca en ciertos aspectos al de los bancos comerciales (Morrison, 2009). En este sentido, el análisis prudencial de los Bancos Centrales ha evolucionado respecto a los criterios de liquidez, riesgo y rentabilidad, debiendo ser estos criterios tenidos

en cuenta, además de otros objetivos propios de política monetaria y de su papel como reguladores.

A la hora de analizar la gestión de los activos de los Bancos Centrales, Dalton y Dziobek (2005) exponen el impacto de las pérdidas ocasionadas por sus actividades de mercado proponiendo principios y prácticas a seguir para su gestión. Por su parte, Stella (2008) defiende la necesidad de solidez financiera en los Bancos Centrales como garantía de la credibilidad de las políticas monetarias que implementan y Crockett (2000) comienza a tratar la política macroprudencial como un aspecto básico del papel de los Bancos Centrales ya que considera que la solidez de las instituciones analizada de manera aislada no es suficiente para garantizar la estabilidad del sistema financiero, haciéndose necesario un enfoque sistémico. El desarrollo de las políticas macroprudenciales continua, como señala Smets (2014), con la búsqueda de la definición de un marco macroprudencial que minimice la creación de desequilibrios financieros y asegure que el sistema financiero sea resistente¹⁰⁵. Los aspectos citados se encuentran estrechamente ligados con la gestión de activos de los Bancos Centrales y por lo tanto con nuestro análisis de la gestión de reservas de divisa.

Aunque históricamente algunos países han utilizado sus reservas como último recurso financiero en caso de conflicto bélico¹⁰⁶ (Martin Aceña, 2001; 2004), el principal objetivo de dichas reservas es el de indicar la capacidad de pago de una nación respecto a la deuda contraída en moneda extranjera¹⁰⁷. Sin embargo, son también utilizadas para realizar intervenciones (BIS, 2005) de mercado que establezcan el valor de la moneda doméstica¹⁰⁸. En el caso de los Bancos Centrales de la Eurozona, el objetivo de sus reservas es el de garantizar que el Banco Central Europeo (BCE) disponga de la liquidez suficiente para realizar operaciones de divisas cuando sea necesario. Los objetivos en la gestión de reservas del BCE son por orden prioritario: liquidez, seguridad y rentabilidad (ECB, 2014b). A continuación seguimos el mismo orden al tratar los diferentes aspectos en torno a la gestión de reservas.

¹⁰⁵ Galati y Moessner (2011) efectúan un análisis de la literatura relacionada con política macroprudencial.

¹⁰⁶ Al estallar la Guerra Civil Española las reservas del Banco de España en metales preciosos se estiman en 700 toneladas, quintas en la clasificación mundial en aquel momento después de las del *Federal Reserve System*, *Banque de France*, *Soviet Gosbank* and *Bank of England*.

¹⁰⁷ El FMI elabora el *Ratio of International Reserves to External Financial Requirement*. Según este ratio, China mantiene reservas cercanas a siete veces el volumen de su deuda total a corto plazo en moneda extranjera. Filipinas mantiene un ratio de 6, Rusia de 4, Malasia superior a 3 y Tailandia y Brasil cercanos o superiores a 2. Méjico, Hungría, India, Polonia, Colombia, Indonesia y Chile mantienen ratios más moderados entre 1 y 2 (IMF, 2014a).

¹⁰⁸ Galati, Melick y Micu (2005) analizan las intervenciones sobre el tipo de cambio dólar/yen. En el año 2011 el *Swiss National Bank* realiza una serie de intervenciones destinadas a estabilizar el franco suizo (Zurbrugg, 2012).

Encontrar un patrón monetario internacional¹⁰⁹ que reúna los elementos esenciales de amplia aceptabilidad ha sido y continua siendo motivo de debate entre la comunidad científica internacional. Entre las características que debe reunir un sistema monetario está la existencia de un tipo de dinero que pueda ser utilizado dentro del sistema y que pueda ser mantenido como reserva para contingencias. En el patrón oro, de las tres modalidades conocidas (el sistema de patrón cambios oro), el país mantenía la paridad de la moneda comprando o vendiendo divisas de otros países que estuviesen incluidos en cualquiera de los otros dos regímenes de patrón oro, recayendo el ajuste en los países cuya moneda no era de reserva. Con el sistema de Bretton Woods¹¹⁰ (Garner, 1993), se generalizó el uso de las monedas en las reservas de los Bancos Centrales, especialmente tras la caída del sistema¹¹¹, a partir de agosto de 1971 y definitivamente desde los Acuerdos de Jamaica (Calvo, 2010). No obstante el uso del oro¹¹² en las reservas de los Bancos Centrales¹¹³ y organizaciones internacionales¹¹⁴ se ha mantenido en mayor o menor grado, estando el 57% de las reservas de la Eurozona a finales de abril de 2014 constituidas por oro.

A pesar de que algunos Bancos Centrales mantienen gran parte de sus reservas en oro, la mayoría de las reservas mundiales están constituidas hoy por divisas y activos financieros en moneda extranjera, lo que ha originado un profundo análisis sobre los diferentes aspectos de su gestión. Dentro de los estudios de gestión de riesgo aplicados a las reservas de divisa de los Bancos Centrales cabe mencionar el de Bernadell, Cardon, Coche, Diebold y Manganeli (2004), así como el de Borio, Ebbesen, Galati y Heath (2008). La composición idónea de las reservas de divisa, considerando las particularidades económicas y de política monetaria propias de cada área económica, es analizada por Doodley, Lizondo y Mathieson (1989), de

¹⁰⁹ Ver Bordo (1992), por ejemplo, para una perspectiva histórica del sistema monetario internacional de Bretton Woods y las diferentes etapas en las que puede ser estudiado.

¹¹⁰ Firmado en 1944, el tratado de Bretton Woods fijaba artificialmente los tipos de cambio internacionales. Los tipos de cambio se cambiaban en raras ocasiones con el permiso del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional. Estos requerían normalmente que el país que devaluase su moneda adoptase estrictas medidas económicas que asegurasen la estabilidad futura de su moneda.

¹¹¹ Ver Buitier (1986), Salant (1983) y Townsend (1977), por ejemplo, para el estudio de la vulnerabilidad de los sistemas de tipo de cambio fijo.

¹¹² El FMI calcula las reservas mundiales de oro de los bancos centrales y las organizaciones en 1.023.360.000 Onzas Troy a 28 de febrero del 2014, equivalentes a 31.821 toneladas (1 Onza Troy = 31.1034768 gramos). A esa misma fecha el oro cotizaba a \$1.309,50 por Onza Troy de oro. Las reservas en oro de los bancos centrales mundiales a 28 de febrero del 2014 son por tanto valoradas en \$1,34 billones.

¹¹³ Ver Hildebrand (2004 y 2005) para una visión detallada de la estrategia de inversión del Banco Nacional de Suiza y de las ventas de oro realizadas. Francia realiza un programa de venta del 20% de sus reservas de oro entre los años 2004 y 2009 en el que vende aproximadamente 600 toneladas sobre un total en torno a las 3.000.

¹¹⁴ El FMI publica información detallada sobre sus ventas de oro que incluye volumen máximo autorizado, objetivos y características de las transacciones (IMF, 2013d).

nuevo por Eichengreen junto con Mathieson (2000) y por Wooldridge (2006). En este sentido, Coche, Koivu, Nyholm y Poikonen (2006) proponen modelos diferentes de gestión de reservas de divisa en función de los objetivos establecidos por cada banco central. Jeanne y Ranciè (2006) analizan el nivel óptimo de reservas en países emergentes.

En lo referente a su diversificación, los modelos de gestión de reservas de cada banco central habrán de evaluar la pertinencia de una mayor diversificación a medida que aumenta el volumen total acumulado (Beck, Weber, 2010). Dentro del proceso de diversificación de las reservas de divisa, el trabajo de Papaioannou, Portes y Siourounis (2006) apunta como el papel del euro frente al dólar es de especial relevancia dado el importante número de activos denominados en euros y la mayor liquidez del euro en comparación con otras monedas. La importancia del euro como moneda de reserva es analizada con anterioridad a la entrada en vigor de la moneda única por McCauley (1997) y Eichengreen (1998). Posteriormente, Chinn y Frankel (2006) analizan la posibilidad de que el euro pueda superar al dólar como moneda de reserva. Beck y Rahbari (2008) defienden que al no ser igual el grado de correlación de las economías de diferentes países respecto al dólar y al euro, los Bancos Centrales tienden a mantener una mayor posición en una de las dos monedas.

La acumulación de reservas de divisa por parte de los Bancos Centrales a nivel global se acelera de manera muy significativa a partir de finales del siglo XX¹¹⁵. Sin embargo, esta aceleración es desigual y depende tanto del origen y los objetivos de las reservas como de la situación macroeconómica de cada país dentro del contexto global.

Al constituir las IFIS europeas el núcleo central de esta Tesis, es relevante estudiar las reservas¹¹⁶ del Eurosistema para poder compararlas con las de los Bancos Centrales del resto del mundo. Analizaremos por lo tanto dentro del contexto de los Bancos Centrales tres aspectos importantes: los volúmenes de reservas de divisa mantenidas por los Bancos Centrales de todo el mundo, la evolución del volumen de reservas de divisa mantenidas por los Bancos Centrales y los volúmenes de reservas gestionados por el Eurosistema.

¹¹⁵ Crisis financiera asiática de 1997 y crisis financiera rusa de 1998.

¹¹⁶ El Fondo Monetario Internacional (FMI) recoge estadísticas sobre las reservas mundiales que son almacenadas en su base de datos International Financial Statistics (IFS). Estos datos son de acceso público y permiten diferenciar entre volumen de reservas sin oro y volumen de reservas totales, este último incluyendo las reservas en oro del país, DEG y la posición en reservas del Fondo Monetario Internacional. El Banco Mundial elabora parte de sus indicadores de desarrollo a partir de esta base de datos (WB, 2014a).

4.1.1. Objetivos y estrategias de gestión de las reservas de divisa

La estrategia de gestión de reservas de divisa establecida por cada banco central tiene en cuenta sus objetivos en materia de política cambiaria. En este sentido, la elección de los activos es determinante cuando se ejecutan intervenciones de tipo de cambio para prevenir la devaluación de la moneda doméstica. El desarrollo de modelos que permitan optimizar la elección de los activos a incorporar en sus carteras contribuye a la consecución de los objetivos de cada banco central. La elección de tipo de activos, depósitos en divisa o activos financieros en moneda extranjera, ha de hacerse teniendo en cuenta criterios de liquidez y de diversificación.

Con el objetivo de mantener un alto grado de liquidez, una parte de las reservas de divisa de los Bancos Centrales son mantenidas en depósitos en moneda extranjera en los bancos comerciales. El porcentaje de este tipo de inversiones respecto a las reservas en divisa totales aumentó progresivamente hasta mediados de 2007 hasta alcanzar una cota del 26%. Con el comienzo de la crisis de liquidez internacional y el descenso de la calificación crediticia de las entidades bancarias comerciales este porcentaje desciende rápidamente hasta comienzos del 2011 para mantenerse, a partir de ese momento, relativamente estable en niveles ligeramente superiores al 8% (BIS, 2014).

Respecto a la inversión de las reservas de divisa en activos financieros en moneda extranjera, tras la introducción del euro y dado el fuerte crecimiento de los volúmenes de reservas de los Bancos Centrales, los gestores de reservas de divisa comenzaron a efectuar sus inversiones otorgando mayor importancia al criterio de diversificación respecto al dólar. El objetivo de diversificación de las reservas existía previamente pero se acentúa de manera significativa a partir del año 2000 como respuesta al crecimiento de la deuda externa y al déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. La necesidad de los inversores de encontrar inversiones de alta calidad crediticia contribuye en la orientación de dicha diversificación hacia el euro.

Esta situación va acompañada de un fuerte crecimiento global de las reservas de divisa acumuladas por los Bancos Centrales en un contexto financiero en el que los activos de calidad son escasos, por lo que el euro, una vez puesto en circulación, experimenta un importante aumento como moneda de reserva (ECB, 2013b). Sin embargo, las reservas en

dólares americanos no dejaron de crecer debido a la fuerte demanda de activos con alta liquidez, especialmente durante periodos de pronunciada aversión al riesgo.

Las estrategias de gestión de reservas de divisa seguidas por los diferentes Bancos Centrales siguen unos principios básicos generales en cuanto a la gestión del riesgo. Dada la relación entre la política económica y las reservas de cada país, la gestión de las carteras a través de las que se invierten dichas reservas es analizada por diferentes organismos oficiales con el fin de crear un marco¹¹⁷ y unas directrices dentro de las cuales los diferentes Bancos Centrales optimicen la gestión de sus reservas minimizando los riesgos financieros inherentes a dicha gestión. La aversión al riesgo en la gestión de reservas es alta y la crisis soberana europea puso de manifiesto la rapidez con la que emisores de elevada calificación financiera pueden descender en las escalas de las agencias de calificación, cuestionándose así la existencia de activos *sin riesgo*.

Entre los estudios realizados sobre la gestión de reservas de divisa destacamos por su representatividad los realizados por el FMI y el Banco Internacional de Pagos (BIP)¹¹⁸ ya que los Bancos Centrales de todo el mundo son miembros de dichas instituciones. Los trabajos publicados por el BCE en materia de riesgo en las carteras de inversión de reservas de divisa y modelos de diversificación constituyen una referencia importante para los gestores de estas reservas. El FMI, en sus *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*, establece un marco de referencia cuyos objetivos¹¹⁹ son el de fortalecer la arquitectura financiera internacional, promover políticas y prácticas que contribuyan en la estabilidad y transparencia del sector financiero y reducir la vulnerabilidad financiera de los países (IMF, 2001a).

Como se ha comentado anteriormente, en la composición de las reservas de divisa se tiene en cuenta no solo criterios de liquidez y riesgo sino también de rentabilidad. Así, su gestión, además de hacer frente a las problemáticas asociadas a los riesgos de crédito y mercado, ha de tener en cuenta el entorno económico financiero con el fin de optimizar los resultados. El

¹¹⁷ El Fondo Monetario incluye como parte de dicho marco su *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies* (IMF, 2000)

¹¹⁸ El Banco Internacional de Pagos publica dentro de este contexto *FX reserve management: elements of a framework* (Borio, Ebbesen, Galati, Heath, 2008) y *FX reserve management: trends and challenges* (Borio, Galati, Heath, 2008).

¹¹⁹ Compartiendo estos mismos objetivos, el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional propusieron igualmente sus *Guidelines for Public Debt Management* (IMF, 2001b).

contexto financiero durante el año 2014 ha sido de tipos de interés¹²⁰ históricamente bajos, con disminución del número de emisores de activos con máxima calificación crediticia¹²¹, de persistente aversión al riesgo y de aumento del volumen total de reservas de divisa gestionadas por los Bancos Centrales. Es importante destacar que los Bancos Centrales de las principales economías mundiales han realizado bajadas consecutivas de sus tipos de referencia hasta situarlos cerca del cero por ciento. Así, el Banco Central Europeo mantiene su tipo de referencia al 0,05% desde septiembre del 2014 (ECB, 2014).

4.1.2. La diversificación de las reservas: reservas asignadas y reservas no asignadas

A la hora de analizar la diversificación de las reservas de divisa de los Bancos Centrales tenemos que tener en cuenta el hecho de que no todos los países que informan al FMI sobre su volumen de reservas de divisa informan también sobre su diversificación. Tenemos que distinguir por tanto entre reservas de divisa asignadas y no-asignadas. Los datos referentes a reservas asignadas los obtenemos a través de la base de datos *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*¹²² y los datos sobre reservas no-asignadas los obtenemos mediante la diferencia entre las reservas totales sin incluir el oro de la base de datos *International Financial Statistics (IFS)* y las reservas asignadas de COFER.

Para efectuar el análisis de la distribución de las reservas de divisa consideramos que las reservas no-asignadas siguen un patrón similar de distribución por divisas similar al de las reservas asignadas. Las reservas asignadas en euro suponen un 13% sobre las reservas totales lo que proporcionalmente hace que el euro represente un 24,4% sobre las reservas de divisa totales a 31 de diciembre del 2013. Las reservas asignadas en dólar representan un 32,6% sobre las reservas de divisa totales lo que lleva al dólar a representar un 61,2% de las reservas de divisa totales. El euro alcanzó su porcentaje más alto en el año 2008 con un 28% sobre las

¹²⁰ Incluso con tipos de interés negativos en el corto plazo. El 1 de octubre del 2014, el Bund alemán a 3 años cotizó a un mínimo histórico de -7 puntos básicos. El 15 de octubre del 2014, el Bund 10 años cotizaba a 0,75% (Bloomberg, 2014).

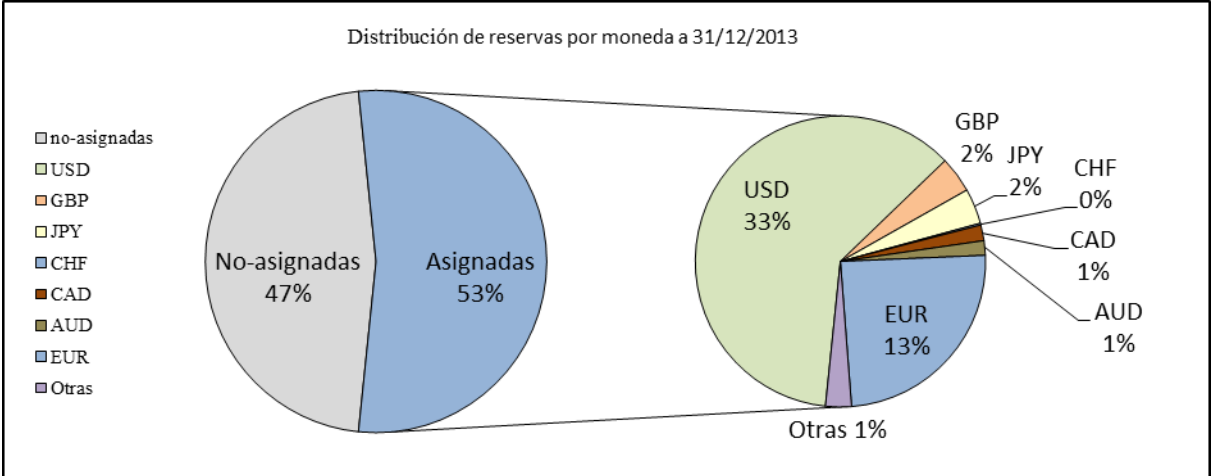
¹²¹ En agosto del 2011, S&P's pasa a Estados Unidos de AAA a AA+ y en diciembre del 2012 le siguen Austria y Francia. La calificación AAA de Luxemburgo pasa de tener perspectivas estables a negativas en enero del 2012 y le siguen en julio del mismo año las de Alemania y Holanda. Este último país pasa a AA+ en noviembre del 2013. En octubre del 2014 Finlandia pasó de AAA a AA+.

¹²² COFER es la base de datos gestionada por el FMI. La información es voluntaria y confidencialmente enviada por las autoridades monetarias de cada país u organismo gestor de reservas. La información es presentada en tres grupos: total, economías avanzadas y economías emergentes y en desarrollo. A 31 de marzo del 2014 existen 146 fuentes (IMF, 2014b).

reservas de divisa totales. Constatamos que a pesar de existir una voluntad de diversificación en la gestión de las reservas de divisa persiste una fuerte concentración del dólar.

En línea con lo comentado más arriba, el euro, a partir de su entrada en vigor, se ha consolidado como la segunda moneda de mayor importancia en la gestión de reservas de divisa. La libra esterlina, el yen japonés y el franco suizo han perdido importancia, representando respectivamente sobre el total el 4%, 3,9% y 0,2% a finales del 2013. El dólar australiano y el dólar canadiense, aunque en volúmenes comparativamente modestos, comienzan a ser considerados como monedas de reserva y representan 1,6% y 1,7% sobre el total gestionado (IMF, 2013e).

Gráfico 61. Distribución de las reservas de divisas asignadas.



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI y Bancos Centrales

4.1.3. La acumulación de reservas de divisa por los Bancos Centrales

El crecimiento económico global experimentado tras las crisis de 1997 y 1998 conllevó un rápido crecimiento de las reservas de divisa de los Bancos Centrales, principalmente los exportadores de bienes de consumo (China, Taiwán), petróleo (Rusia, Noruega, Medio Oriente) y materias primas (América del Sur).

La acumulación de reservas de divisa por parte de los Bancos Centrales constituye un nuevo proceso de acumulación de capital (Frank, 1979) que empezó a ser tenido en cuenta por los principales reguladores financieros internacionales poco después de constatar una fuerte

aceleración (gráfico número 67) a partir del año 2003 (ECB, 2006a), aceleración que ha continuado de manera sostenida a pesar de la fuerte inestabilidad financiera existente a partir del año 2007.

Tabla 12. Principales Bancos Centrales gestores de reservas de divisa a 30/04/2014⁽¹²³⁾.

Nº	País	Millones \$	% Sobre Total Mundial	Nº	País	Millones \$	% Sobre Total Mundial
1	China	3 948 100	33,18%	21	Israel	85 600	0,72%
2	Japón	1 212 934	10,19%	22	Dinamarca	83 998	0,71%
3	Arabia Saudita	726 524	6,11%	23	Filipinas	79 605	0,67%
4	Suiza	491 917	4,13%	24	Reino Unido	74 650	0,63%
5	Rusia	448 738	3,77%	25	E.A.U.	66 951	0,56%
6	Taiwán	419 200	3,52%	26	Canadá	63 721	0,54%
7	Brasil	378 418	3,18%	27	Perú	62 610	0,53%
8	Corea del Sur	354 340	2,98%	28	Republica Checa	57 500	0,48%
9	Hong Kong	316 800	2,66%	29	Suecia	56 871	0,48%
10	India	282 029	2,37%	30	Noruega	56 162	0,47%
11	Singapur	272 906	2,29%	31	Hungría	49 494	0,42%
12	Eurozona	228 763	1,92%	32	Colombia	41 823	0,35%
13	Argelia	191 674	1,61%	33	Chile	40 002	0,34%
14	Méjico	184 013	1,55%	34	Australia	47 141	0,40%
15	Tailandia	158 840	1,33%	35	Suráfrica	41 417	0,35%
16	Malasia	125 755	1,06%	36	Rumania	43 087	0,36%
17	Libia	115 733	0,97%	37	Nigeria	43 830	0,37%
18	Turquía	107 027	0,90%	38	Estados Unidos	43 162	0,36%
19	Indonesia	102 592	0,86%	39	Qatar	39 220	0,33%
20	Polonia	95 811	0,81%	40	Líbano	37 323	0,31%

Fuente: FMI, Bancos Centrales.

¹²³ Al carecer de datos comparables, en nuestro estudio no incluimos las reservas de Irán e Irak. La Agencia Central de Inteligencia (CIA) estima en su *The World Factbook* las reservas de Iraq en \$71,2 billones y las de Irán en \$68 billones incluyendo las reservas de oro (CIA, 2014).

El fenómeno comienza cuando, tras la experiencia de la crisis financiera asiática de 1997, los Bancos Centrales de países emergentes o en desarrollo comienzan a hacer acopio de divisas con el fin de hacer frente a sus obligaciones de pago en moneda extranjera en caso de crisis. Con el alto crecimiento económico mundial de los años posteriores y el aumento de precio tanto del petróleo como de otras materias primas, las reservas de divisa de numerosos países fueron creciendo exponencialmente.

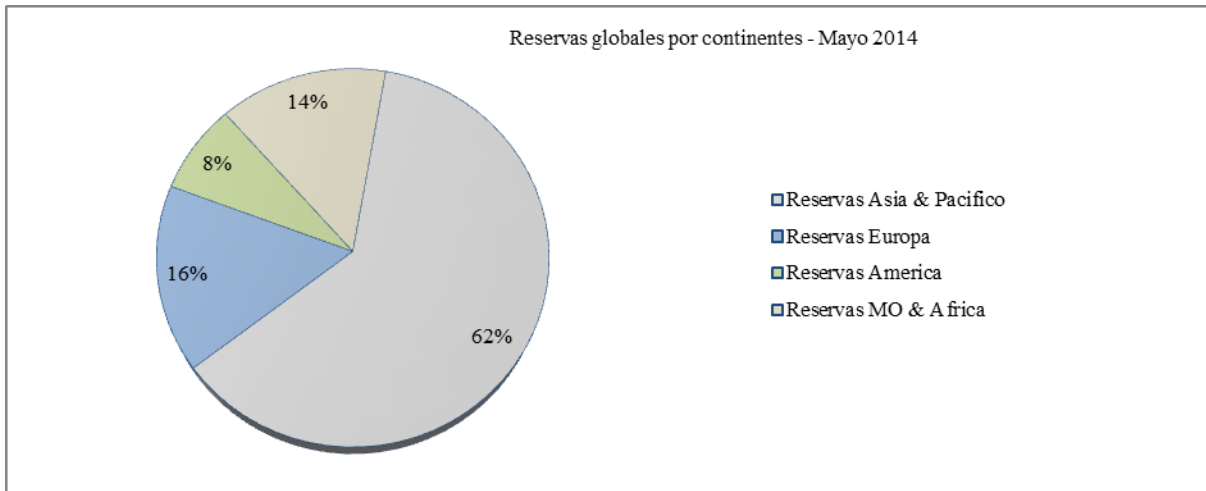
A 30 de abril del 2014, China gestionaba cerca de \$4 billones en reservas de divisa, Japón más de \$1,2 billones y Rusia cerca de medio billón. Arabia Saudita cuenta con reservas de divisa por valor de \$726 billones, las de Taiwán alcanzan los \$420 billones, Brasil mantiene \$378 billones, Corea del Sur \$354 billones y Hong Kong \$316 billones. La estimación de las reservas de divisa totales de todos los Bancos Centrales se encuentra cerca de los \$12 billones.

La clasificación presentada en el cuadro anterior ha sido elaborada a partir de las reservas de divisa de la Eurozona y 164 países. Se constata un posicionamiento moderado de la Eurozona en términos de volumen y una fuerte concentración de las reservas de divisa en un número limitado de Bancos Centrales.

Con el objetivo de determinar la tendencia en la acumulación de reservas de divisa en cada país, analizamos los datos del año en curso y los de los cinco años anteriores. Efectuamos el análisis de las reservas de divisa de los Bancos Centrales a partir de la base de datos *International Financial Statistics (IFS)* con los datos disponibles en mayo del 2014 y comenzamos agrupando las reservas de divisa de los países analizados en cuatro grandes grupos: reservas de divisa de países asiáticos y del pacífico (29 países), reservas de divisa de Medio Oriente y África (63 países), reservas de divisa europeas (39 países más las reservas de la Eurozona) y reservas de divisa americanas (34 países). Dentro de este reparto por continentes, las reservas de divisa del pacífico no llegan al 0,6% sobre el total de las reservas de divisa mundiales, por lo que hemos decidido agruparlas con las asiáticas.

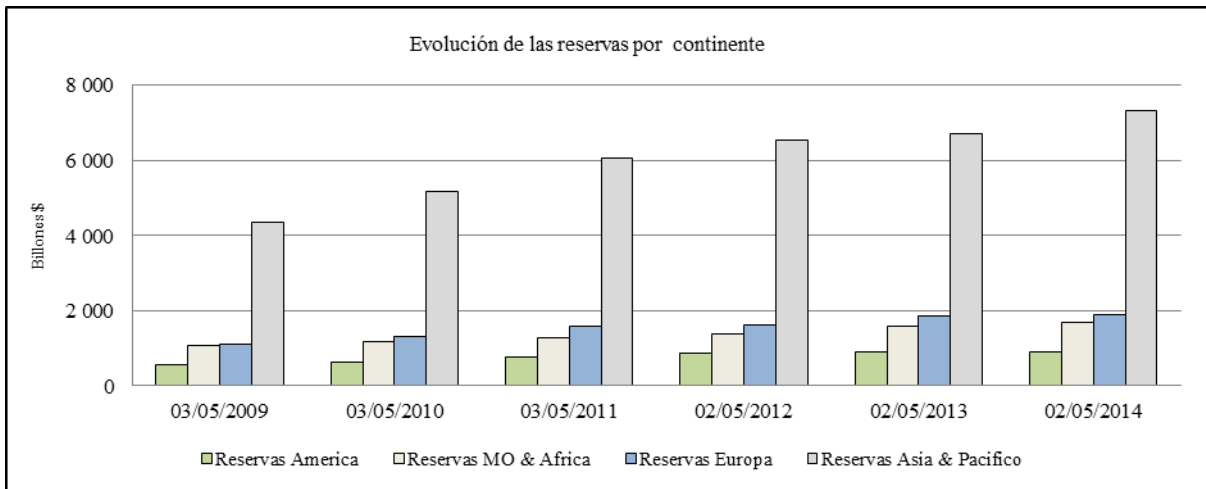
Una vez efectuado nuestro análisis de reservas de divisa por continentes, observamos una fuerte concentración de las reservas de divisa en Asia y Pacífico (62%) seguidas por las de Europa (16%), las de África y Oriente Medio (14%) y terminando con las de América (8%).

Gráfico 62. Distribución por continentes de las reservas globales.



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI y Bancos Centrales

Gráfico 63. Evolución de las reservas mundiales por continente.



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI y Bancos Centrales

En nuestro estudio observamos una fuerte concentración de las reservas de divisa en un número limitado de países. China gestiona el 33% de las reservas de divisa mundiales y junto con Japón gestionan el 43%.

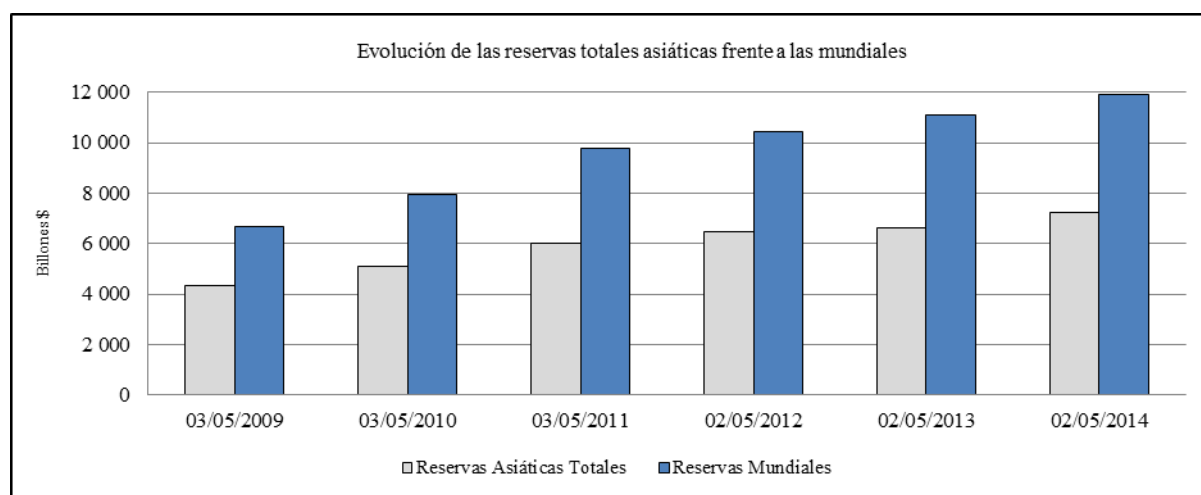
Sobre un total de \$11,9 billones, el 57,4% equivalente a \$6,9 billones, es gestionado por los 5 primeros países de la clasificación. El 72% se encuentra entre los 10 primeros países, es decir, \$8,6 billones. Los 20 primeros países abarcan el 86% de las reservas de divisa, \$10,2 billones. Los 40 primeros países representan un 95% de las reservas de divisa, \$11,3 billones.

A título comparativo, las reservas de divisa acumuladas a 31 de diciembre del 2013 eran de \$11,54 billones y el PIB de la Eurozona de \$12,7 billones. En esa misma fecha, las reservas de divisa de China eran de \$3,82 billones y el PIB alemán de \$3,6 billones.

4.1.4. Las reservas de divisa en Asia

El crecimiento global de las reservas de divisa desde el año 2009 fue rápido y a pesar de que este dinamismo se produjo en todos los continentes es de especial importancia en Asia ya que entre los veinte principales gestores de reservas de divisa en el mundo, diez son asiáticos y seis se encuentran entre los diez primeros, representando un 62% del total global (tabla número 12).

Gráfico 64. Evolución de las reservas asiáticas frente a las mundiales.

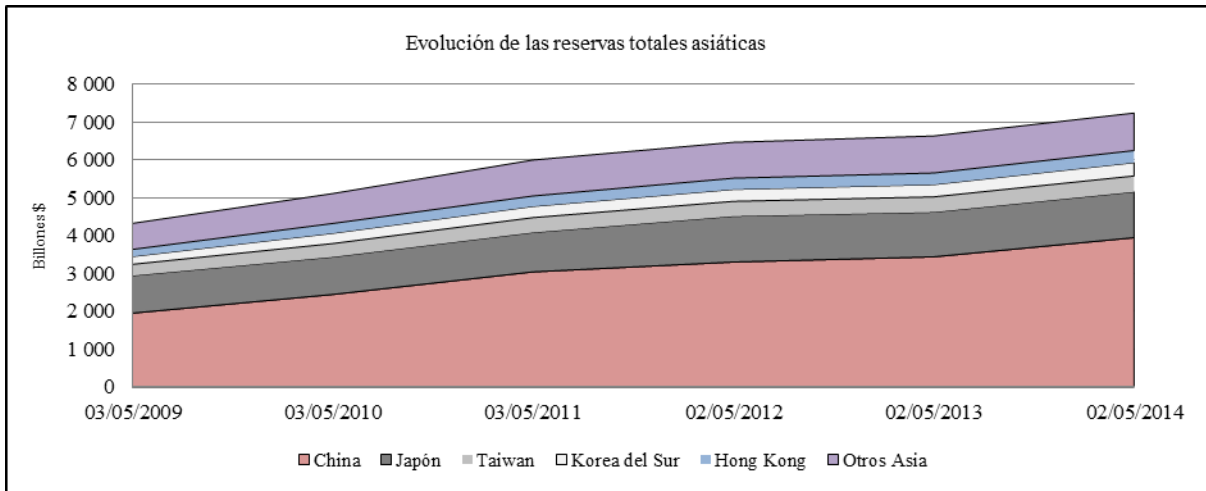


Fuente: Elaboración propia con datos de FMI y Bancos Centrales

China es el país con mayor volumen de reservas de divisa no solo en el continente asiático sino también a nivel mundial. Sus reservas de divisa representan un tercio sobre el total global, encontrándose muy cercanas de los \$4 billones, lo que representa aproximadamente la mitad del PIB del país¹²⁴.

¹²⁴ El Producto Interior Bruto (PIB) chino a 31 de diciembre del 2012 se situó en \$8,2 billones y sus reservas en \$3,82 billones (WB, 2014a). Por lo tanto, el ratio Reservas/PIB chino a finales del 2012 se situó en 0,46, nivel mucho más elevado que el del resto de los países gestores de importantes reservas. Comparativamente respecto a los siguientes gestores de reservas más importantes, el ratio se encuentra por encima de los de Japón, Rusia, Brasil, Corea del sur e India y por debajo de los de Arabia Saudita, Suiza, Taiwán y Hong Kong. El PIB chino, en paralelo con sus reservas, ha experimentado un rápido crecimiento a partir del año 1999.

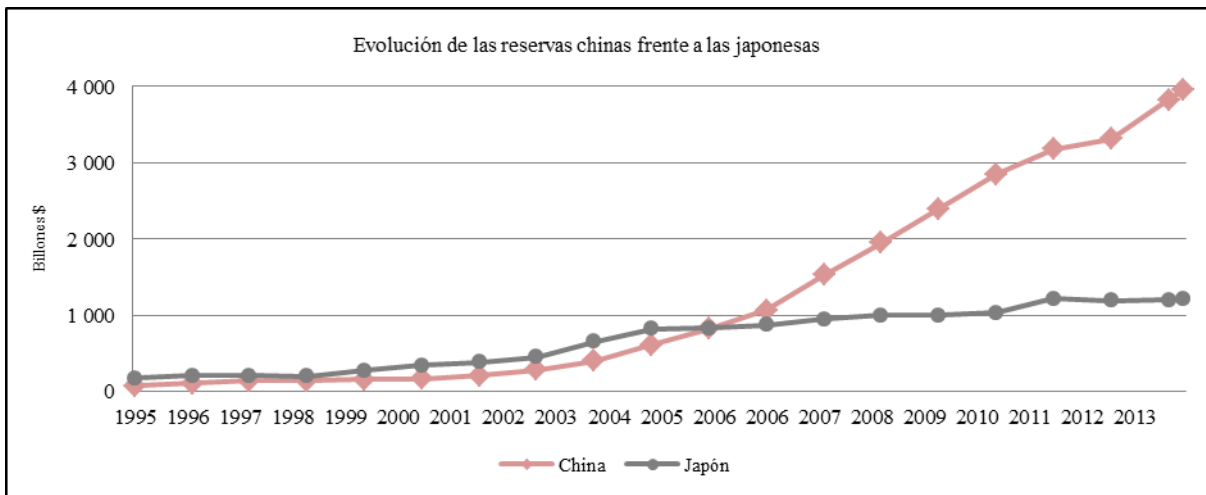
Gráfico 65. Evolución de las reservas totales asiáticas.



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI y Bancos Centrales

Japón durante muchos años fue el primer gestor de reservas de divisa a nivel mundial hasta que las reservas japonesas, en crecimiento estable, fueron superadas por las de China, en rápido crecimiento, en el año 2006 (en 1995 no superaban los \$75 billones). A continuación (gráfico número 66) comparamos el crecimiento de las reservas de divisa de China y Japón desde el año 1995 con el fin de poder apreciar su evolución con mayor perspectiva.

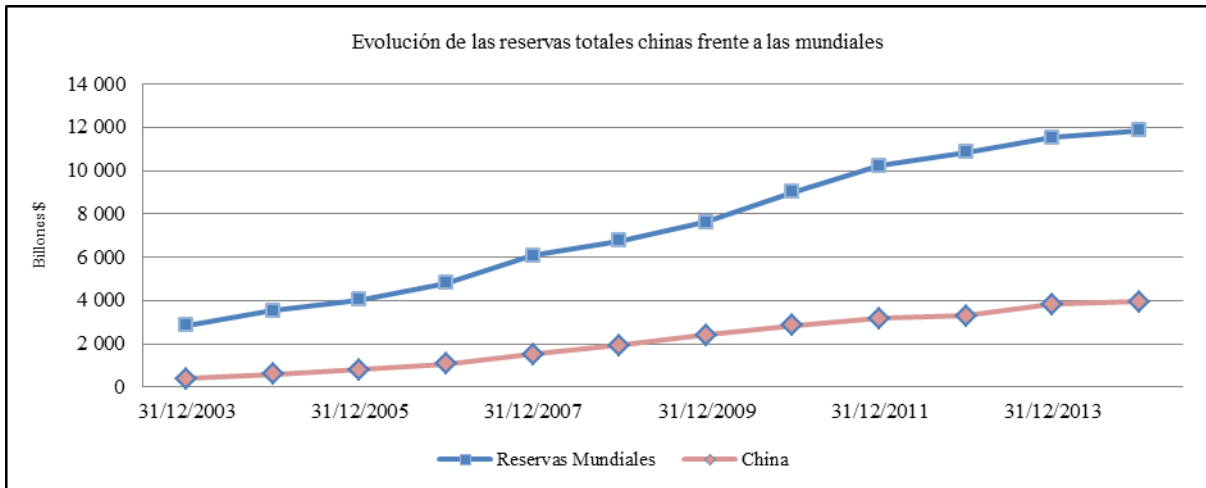
Gráfico 66. Evolución de las reservas chinas frente a las japonesas.



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI y Bancos Centrales

Seguidamente (gráfico número 67) comparamos la evolución del volumen de las reservas de divisa de China con la evolución de las reservas de divisa mundiales y observamos el fuerte crecimiento de ambas, especialmente a lo largo de la crisis financiera global.

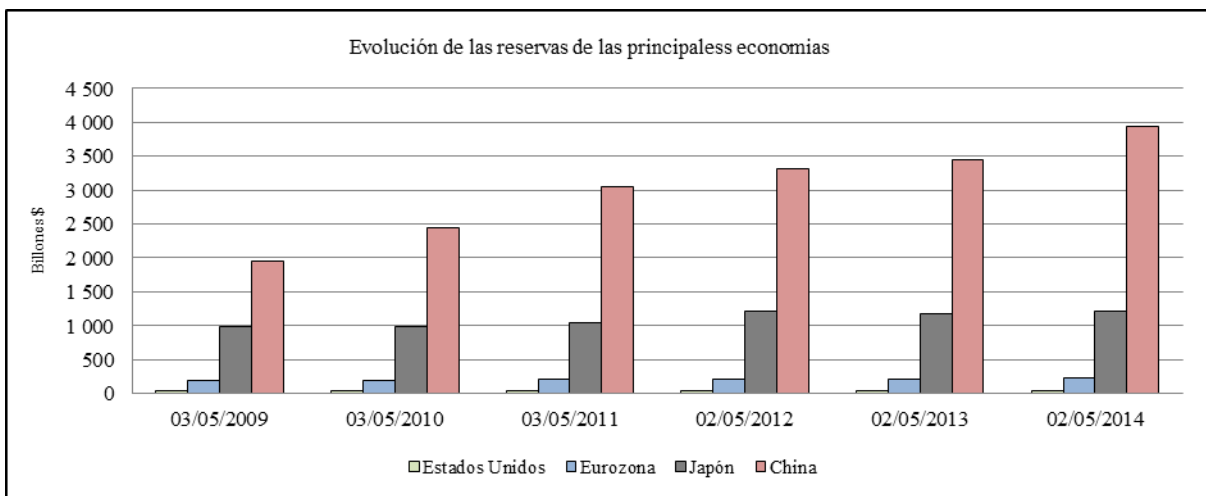
Gráfico 67. Evolución de las reservas chinas frente a las mundiales.



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI y Bancos Centrales

De la misma manera, si comparamos el volumen de reservas de divisa de las cuatro principales economías mundiales (gráfico número 68) se pone de manifiesto la importancia del volumen de reservas de divisa de China y Japón respecto a las mantenidas por Estados Unidos y la Eurozona. Esta última ha experimentado un alza moderada de sus reservas de divisa que comparativamente es poco relevante dado el rápido crecimiento de las reservas de divisa de las dos potencias económicas asiáticas. Tanto las reservas de divisa de China como las de Japón se encuentran fuertemente ligadas a sus exportaciones y su política cambiaria, lo que explica sus altos volúmenes. Hay que destacar que al ser Estados Unidos importador de capital extranjero mantiene unas reservas de divisa moderadas que ocupan la trigésima octava posición de la clasificación.

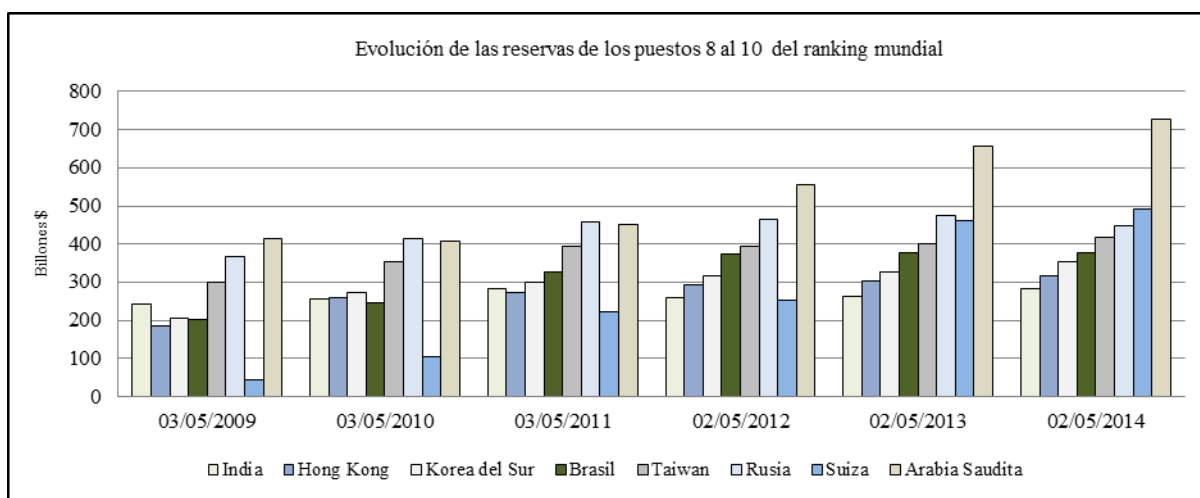
Gráfico 68. Evolución de las reservas de las principales economías.



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI y Bancos Centrales

Podemos observar (gráfico número 69) como además de la fuerte acumulación de reservas de divisa en Asia, en el puesto número tres de la clasificación de reservas de divisa se encuentra Arabia Saudita con algo más del 6% sobre el volumen global, proveniente de la exportación de petróleo. Rusia, cuarto de la clasificación y Brasil, séptimo, también han constituido importantes reservas de divisa ligadas a la exportación. Observamos un crecimiento sostenido de las reservas de divisa constituidas por los Bancos Centrales de un número importante de economías emergentes o en desarrollo como India, Corea del Sur, Brasil y Taiwán.

Gráfico 69. Principales reservas excluidas las chinas y japonesas.



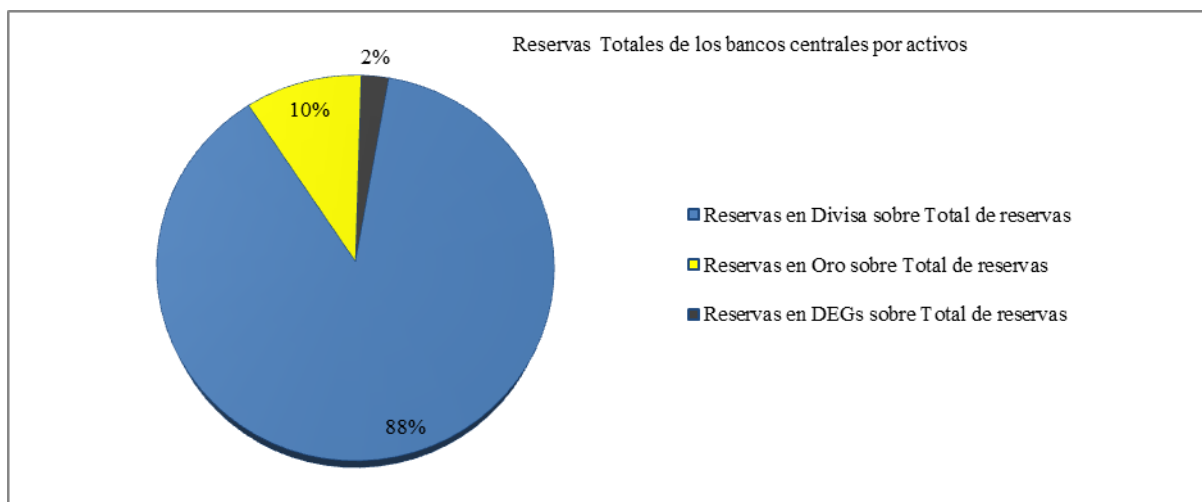
Fuente: Elaboración propia con datos de FMI y Bancos Centrales

4.1.5. El Eurosistema y la acumulación global de reservas.

Las reservas de los Bancos Centrales de todo el mundo, al igual que en el Eurosistema, incluyen activos en divisa, oro y DEG. Dado el fuerte crecimiento de las reservas de divisa en los últimos quince años, la proporción del oro dentro del volumen total ha disminuido considerablemente mientras que el volumen de activos en moneda extranjera ha aumentado. La gestión de este importante volumen de activos financieros tiene un peso significativo en los mercados internacionales de capital, lo que hace que las reservas en divisa tengan especial relevancia en el contexto financiero actual y constituyan nuestro foco de atención dentro de las tres categorías de activos en las que hemos dividido las reservas de los Bancos Centrales: reservas de divisa, oro y DEG.

A 30 de abril del 2014 las reservas totales de los Bancos Centrales ascienden a \$13,44 billones de los que el 87,8% corresponde a reservas de divisa, un 9,9% a reservas en oro y un 2.3% a DEG. Los principales gestores de reservas en oro son la Eurozona y Estados Unidos, seguidos de China, Rusia y Suiza. Las reservas en oro representan un mayor porcentaje, sobre las reservas totales, en las economías avanzadas que en las emergentes o en desarrollo. Estas últimas han acumulado reservas originadas por la exportación de bienes de consumo y materias primas que han sido invertidas en la categoría de reservas de divisa.

Gráfico 70. Distribución por activos de las reservas totales.



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI y Bancos Centrales

La cartera de reservas del BCE se constituyó a partir de las transferencias de activos provenientes de los Bancos Centrales Nacionales (BsCsNs) de los países que componen la Eurozona cuando comenzó la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria el 1 de enero de 1999. Las reservas totales de la Eurozona están constituidas por las reservas del Eurosistema, formado por el BCE y los BsCsNs de los 18 países de la Eurozona. Por tanto, al comparar las reservas de la Eurozona con las de otros Bancos Centrales nos referiremos a las reservas totales del Eurosistema.

Según los datos publicados por el BCE a finales de abril del 2014 las reservas internacionales totales del Eurosistema eran de €568 billones, de los cuales €56 billones son gestionados por el BCE y el resto por los BsCsNs de la Eurozona. Sobre el total de reservas del Eurosistema, €323 billones son en oro, de los cuales €15 billones se encuentran en la cartera de reservas del BCE. Las carteras de reservas de divisa están compuestas por activos en dólares

estadounidenses y yenes japoneses¹²⁵, monedas elegidas dada su alta liquidez. La proporción dentro de las reservas totales entre oro, dólar, yen y Derechos Especiales de Giro (*DEG*)¹²⁶, tercer componente de las carteras en divisas, varía en función del valor de mercado de los activos y de las operaciones de divisa y oro¹²⁷ realizadas por el BCE. El volumen de reservas de la Eurozona es muy inferior al de países como China, Japón, Arabia Saudita, Suiza, Rusia o Taiwán. Esta disparidad resulta de los diferentes objetivos de cada banco central a la hora de establecer sus reservas así como del origen de las mismas.

4.1.6. Las reservas de divisa en Europa.

Las reservas de divisa de la Eurozona representan un 1,9% sobre el total y son duodécimas en la clasificación mundial. A pesar de que las reservas de divisa de la Eurozona son relativamente modestas, observamos que el continente europeo es el segundo gestor de reservas de divisa en términos de volumen. Esto es debido a la política cambiaria seguida por Suiza y a las reservas de divisa mantenidas por los países europeos no pertenecientes a la Eurozona. El caso de Suiza es de especial interés ya que sus reservas de divisa, relativamente poco significativas hasta el año 2011, se encuentran actualmente en el puesto número cuatro de la clasificación mundial de gestores de reservas de divisa. Las reservas suizas han experimentado un fuerte crecimiento a partir del año 2009 como reflejo de la aplicación de la política monetaria del Banco Nacional Suizo (BNS)¹²⁸ para combatir la rápida y, a su juicio, excesiva apreciación del franco suizo (Zurbrugg, 2012).

¹²⁵ Las reservas en dólares estadounidenses y yenes japoneses las gestionan activamente el BCE y los BsCsNs de la Eurozona que desean participar en esta actividad en calidad de agentes del BCE. Los BsCsNs pueden mancomunar sus actividades operativas en materia de gestión de las reservas exteriores del BCE con otros BsCsNs. Por lo general, cada BCN o grupo de BsCsNs gestiona una única cartera en dólares estadounidenses o yenes japoneses en calidad de agente del BCE.

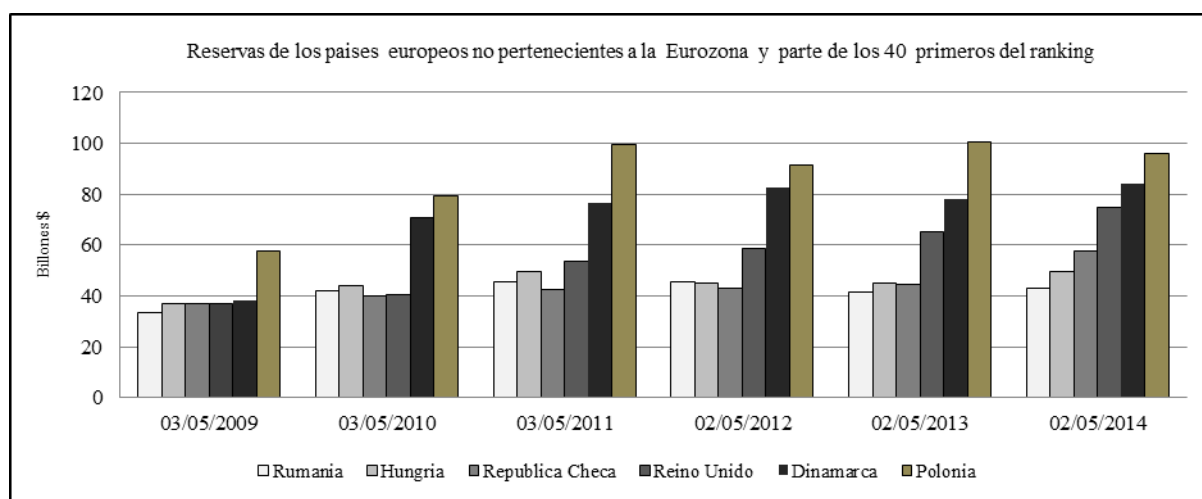
¹²⁶ Los Derechos Especiales de Giro son un activo de reserva creado por el Fondo Monetario Internacional en 1969 como suplemento de las reservas oficiales de sus países miembros. Su valor está basado en una cesta de cuatro monedas internacionales (euro, yen japonés, libra esterlina y dólar americano) y pueden ser cambiados por otras monedas. El volumen total de DEG total es de 204 billones, equivalentes a \$316 billones a 12 de marzo del 2014 (IMF, 2014c).

¹²⁷ El BCE realiza ventas de oro de conformidad con el Acuerdo sobre el oro de los Bancos Centrales (ECB, 2014d).

¹²⁸ El Banco Nacional Suizo (BNS) introdujo, el 6 de septiembre del 2011, un tipo de cambio mínimo del franco suizo respecto al euro de 1,20. Esta medida excepcional fue tomada para mitigar el riesgo de deflación de la economía suiza. En el caso del BNS, los cambios en la gestión de las reservas de divisa resultan de las decisiones de la política monetaria. El 15 de enero del 2015, el BNS abandona el cambio mínimo respecto al euro.

Entre los países de la Unión Europea no pertenecientes a la Eurozona, destaca el volumen de las reservas de divisa mantenidas por Polonia, Dinamarca y Reino Unido, seguidas de Republica Checa, Suecia, Hungría y Rumania. Entre los países europeos no pertenecientes a la Unión Europea, las reservas de divisa Noruegas son las de mayor volumen. Las reservas de divisa de países europeos no pertenecientes a la Eurozona son importantes dada su mayor deuda en moneda extranjera que la de países pertenecientes a ella.

Gráfico 71. Reservas de los principales países europeos no pertenecientes a la Eurozona.



Fuente: Elaboración propia con datos de FMI y Bancos Centrales

4.1.7. Reservas y Mercados domésticos Asiáticos

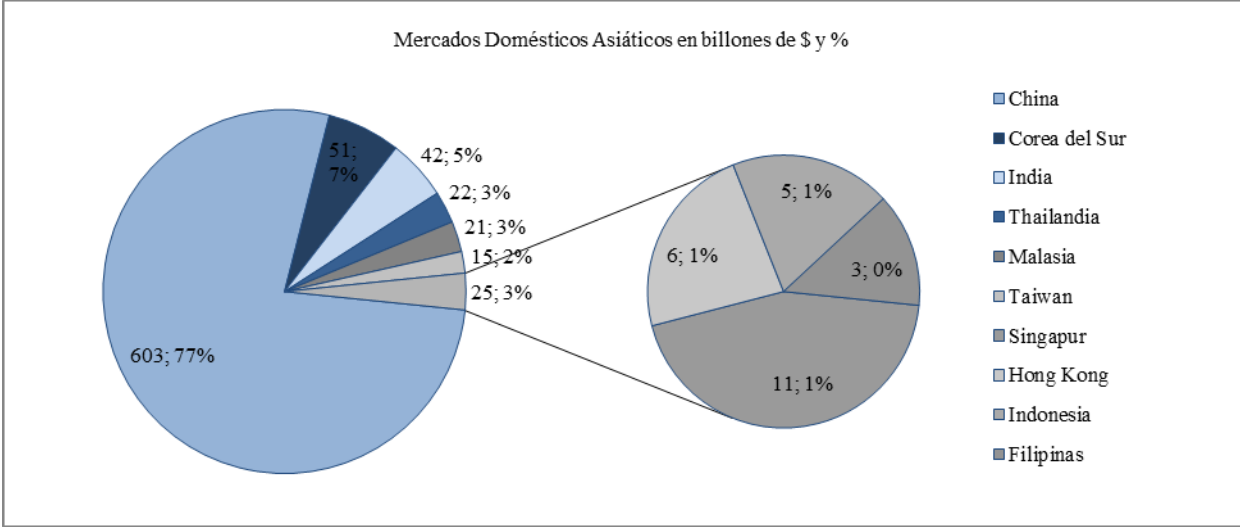
La acumulación excesiva de reservas puede ocasionar ciertas desventajas macroeconómicas en las economías domésticas (ECB, 2006b), por ello las economías emergentes asiáticas han apoyado la evolución de sus mercados de deuda domésticos. El tamaño y potencial de crecimiento de las economías asiáticas requería a principios de los años 2000 de unos sistemas financieros domésticos que apoyasen el desarrollo de sus economías con rentabilidades para los inversores mayores que las obtenidas en la compra de bonos de países occidentales al mismo tiempo que la financiación de infraestructuras locales favorecería el crecimiento de la región y a la larga atraería el interés de inversores extranjeros a invertir en la región.

Para desarrollar los mercados de deuda domésticos, los primeros pasos fueron realizados mediante la creación de dos fondos de inversión destinados a comprar deuda denominada en

divisas de la región. El fondo *Asian Bond Found Two* invirtió \$2 billones en bonos emitidos mayoritariamente por los gobiernos y fue creado gracias a la colaboración de los Bancos Centrales de diferentes países asiáticos, el *Bank for International Settlements* y el *Asian Development Bank*. Este último contribuyó además en el desarrollo de los mercados financieros de la región mediante la emisión de deuda en China, Filipinas, Tailandia y Malasia (ADB, 2005), actividad que ha seguido desarrollando hasta la actualidad.

Dentro de la lógica de invertir en el país de origen (Euromoney, 2008), una alternativa a la acumulación de reservas es el desarrollo de los mercados de deuda domésticos de tal manera que su crecimiento les permitiera ser menos dependiente de la financiación bancaria y de la financiación a través de los mercados de acciones. Estos mercados de deuda, hoy en día reducidos en cuanto al volumen de los títulos negociados, permitirían un tipo de inversión alternativa a las reservas y una financiación más rápida de las empresas de estos países. La progresión de los mercados domésticos asiáticos en términos de volumen ha sido muy significativa en el último decenio ya que en el año 2004 ninguno de ellos superó una emisión anual de un billón de dólares. Sin embargo, a finales del 2013 el mercado doméstico chino supera los 600 billones de dólares, el coreano los 50 billones de dólares, el Indio los 40 billones de dólares y los mercados tailandés y malasio superan los 20 billones de dólares. El volumen total de emisión realizado en los diez principales mercados domésticos asiáticos durante el año 2013, una vez valorizado en dólares americanos, asciende a \$780 billones. En el año 2004 no llegaba a los dos billones de dólares (Bloomberg, 2014).

Gráfico 72. Volumen de los mercados domésticos asiáticos a 31/12/2013.



Fuente: Elaboración propia con datos Bancos Centrales Bancos Centrales Asiáticos y Bloomberg

A título comparativo, el mercado doméstico japonés emitió en el año 2004 el equivalente de \$148 billones mientras que descendió hasta \$129 billones en el 2013. Estas cifras ponen de manifiesto el fuerte crecimiento de los mercados domésticos asiáticos frente al que era hace diez años el mercado doméstico de mayor importancia. El mercado doméstico japonés sigue siendo el segundo de mayor volumen dentro del continente asiático pero ya a gran distancia del chino. Este último, se aproxima a la talla del mercado doméstico de Estados Unidos, para el cual en el año 2013 el volumen de emisión fue de \$1,15 trillones frente a \$810 billones en el año 2004 (Bloomberg, 2014).

4.2. Acumulación de reservas de divisa, crecimiento económico y Fondos Soberanos

Como hemos visto, la acumulación de reservas de divisa por parte de los Bancos Centrales a nivel global se acelera de manera muy significativa a partir de la crisis financiera asiática de 1997 y la crisis financiera rusa de 1998, acentuándose con el fuerte crecimiento económico global de los años posteriores. Esta aceleración es desigual y depende tanto del origen y los objetivos de las reservas como de la situación macroeconómica de cada país dentro del contexto global. A 30 de abril del 2014 las reservas totales de los Bancos Centrales ascienden a \$13,44 billones de los que el 87,8% corresponde a reservas de divisa¹²⁹, es decir, \$11,9 billones.

Desde finales de los años 90 el contexto de los mercados internacionales de capital era de alta liquidez y baja volatilidad, de acumulación sostenida de activos financieros y de acceso a la financiación a un coste moderado. A partir de agosto del 2007 los mercados financieros internacionales experimentan una fuerte crisis de liquidez y una alta volatilidad que originan la pérdida de confianza en instituciones y productos financieros. La falta de liquidez ocasionó la pérdida de eficiencia de los mercados y la pérdida de valor de activos financieros valorados a precios de mercado. Debido a la persistencia de las dificultades financieras, numerosos

¹²⁹ El Fondo Monetario Internacional (FMI) recoge estadísticas sobre las reservas mundiales que son almacenadas en su base de datos International Financial Statistics (IFS). Estos datos son de acceso público y permiten diferenciar entre volumen de reservas sin oro y volumen de reservas totales, este último incluyendo las reservas en oro del país, derechos especiales de giro y la posición en reservas del Fondo Monetario Internacional. El Banco Mundial elabora parte de sus indicadores de desarrollo a partir de esta base de datos (WB, 2014a).

gobiernos efectuaron intervenciones en la estructura de capital de importantes instituciones financieras¹³⁰ y elaboraron planes de apoyo a sus sistemas financieros.

Ante esta nueva coyuntura, los Bancos Centrales de todo el mundo establecieron como objetivo prioritario la recuperación de la liquidez en los mercados financieros con el fin de asegurar el acceso a la financiación por parte de los diferentes agentes económicos. En ese momento, las carteras de reservas de divisa sufren el impacto de uno o varios de los siguientes factores:

- a) El descenso del precio del petróleo.
- b) La necesidad de utilizar las reservas nacionales para defender el deterioro de las monedas domésticas.
- c) El descenso de la valoración de sus activos a precio de mercado.
- d) La crisis de deuda soberana europea que, tras la crisis de liquidez, provocó la desconfianza hacia los activos denominados en euros y frenó el proceso de diversificación de las reservas.

A pesar de los factores citados anteriormente, a lo largo del proceso de acumulación de reservas de divisa se produce un único y ligero descenso de las cifras inter-trimestrales en el año 2008 pero se mantiene un crecimiento interanual sostenido (IMF, 2014d)¹³¹.

Al comparar las reservas de divisa y la aportación al PIB global de cada país, observamos (tabla número 13) como la relación existente entre el volumen de reservas de divisa mantenido por un país y su aportación al PIB global no sigue un patrón homogéneo. El porcentaje de reservas de divisa mundiales correspondiente a países como Arabia Saudita, Taiwán y Singapur es proporcionalmente mayor a su aportación al PIB global. Por el contrario, Estados Unidos, la Eurozona y el Reino Unido, presentan una aportación al PIB

¹³⁰ Ante esta situación la Reserva Federal Americana, entre otras de sus acciones, intervino en entidades como *Freddie Mac* y *Fannie Mae*, ambas agencias hipotecarias, con el objetivo de paliar sus problemas de liquidez.

¹³¹ Las reservas de los bancos centrales crecieron de forma sostenida durante quince años llegando a superar los siete billones de dólares en el segundo trimestre del 2008. A partir de ese momento la crisis económica llevó a numerosos gobiernos e instituciones oficiales a utilizar las reservas acumuladas con el fin de defender sus divisas y en otras ocasiones, sufrieron pérdidas por la depreciación de sus inversiones en activos financieros. Esta situación resultó en una reducción del volumen global de reservas que acabó el año 2008 en torno a \$6,8 billones. Las reservas de los países avanzados fueron más estables que las de los países emergentes o en desarrollo. Rusia perdió el 37% del valor de sus reservas entre agosto del 2008 y marzo del 2009 al realizar una serie de intervenciones para mantener el valor del rublo.

global proporcionalmente superior a la de su contribución a las reservas de divisa mundiales. La relación entre PIB y reservas origina la diferenciación entre países exportadores e importadores de capital y explica como parte del déficit comercial de los Estados Unidos¹³² es financiado mediante la venta de bonos del tesoro americano a países que mantienen importantes volúmenes de reservas de divisa¹³³. Del mismo modo, durante la crisis de deuda europea, numerosos Bancos Centrales mantuvieron parte de sus reservas de divisa en bonos, denominados en euros, emitidos por los tesoros de Estados europeos.

Tabla 13. Contribución a las reservas mundiales y PIB global.

País	% S/ Reservas Mundiales a 30/04/2014	% S/ PIB Global a 31/12/2014	País	% S/ Reservas Mundiales a 30/04/2014	% S/ PIB Global a 31/12/2014
China	33,18%	12,34%	Argelia	1,61%	0,28%
Japón	10,19%	6,54%	Méjico	1,55%	1,68%
Arabia Saudita	6,11%	1,00%	Tailandia	1,33%	0,52%
Suiza	4,13%	0,87%	Malasia	1,06%	0,52%
Rusia	3,77%	2,80%	Libia	0,97%	0,05%
Taiwán	3,52%	0,47%	Turquía	0,90%	0,90%
Brasil	3,18%	3,00%	Indonesia	0,86%	0,86%
Corea del Sur	2,98%	1,74%	Polonia	0,81%	0,69%
Hong Kong	2,66%	0,37%	Reino Unido	0,63%	3,37%
India	2,37%	2,51%	Canadá	0,54%	2,44%
Singapur	2,29%	0,40%	Australia	0,40%	2,08%
Eurozona	1,92%	17,02%	Estados Unidos	0,36%	22,43%

Fuente: elaboración propia con datos del Banco Mundial, del FMI y de los Bancos Centrales.

¹³² En septiembre del 2001 la deuda pública de Estados Unidos era inferior a \$6 billones. Desde la caída de Lehman Brothers en septiembre del 2008 al 1 de mayo del 2014 pasó de \$9,75 billones a \$17,4 billones. Si a partir de septiembre del 2008 no se hubiese producido un cambio en la tendencia del aumento debido a la crisis financiera, estimamos que la deuda pública se hubiese situado en torno a los \$13 billones. El cambio de tendencia en el periodo 2008-2014 representa por tanto un volumen de deuda adicional en torno a los \$4,5 billones (Bloomberg, 2014).

¹³³ El Departamento del Tesoro Americano estima que, a 28 de febrero del 2014, \$5,9 billones de la deuda pública emitida por Estados Unidos se encuentran en las carteras de inversores extranjeros. De ellos, \$1,3 billones en China y \$1,2 en Japón.

Ante el proceso de acumulación de capital constituido por la acumulación de reservas de divisa surge el debate sobre la conveniencia de mantener dichas reservas en los Bancos Centrales o dar un uso alternativo a los activos financieros que las constituyen con el objetivo de incrementar su impacto en el crecimiento económico de los países que las gestionan. En el año 2007, cuando las reservas de divisa acumuladas eran ya elevadas pero muy inferiores a las actuales, De Beaufort y Sondergaard (2007) cuestionaron la necesidad de mantener elevados niveles de reservas por parte de los países emergentes o en desarrollo y propusieron diferenciar entre niveles de reservas de divisa adecuados y excesivos. Los primeros corresponden a países cuyas reservas de divisa han crecido como seguro ante eventuales crisis financieras (América Latina y Centro Europa) y los segundos a países cuyas reservas de divisa han crecido rápidamente como consecuencia del incremento de sus exportaciones y la ausencia de flexibilidad en sus tipos de cambio (Asia).

4.2.1. Fondos Soberanos y sus categorías

Los Fondos Soberanos constituyen una alternativa a la acumulación excesiva de reservas por lo que a continuación analizaremos el volumen de los activos gestionados por los Fondos Soberanos¹³⁴ y su evolución.

Los Fondos Soberanos experimentan un rápido crecimiento en los últimos años, tanto en volumen como en número, que les consolida como un importante grupo de inversores en los mercados internacionales de capital. Estos fondos son generalmente constituidos por países con excedentes presupuestarios y cuya deuda internacional es inexistente o poco significativa, siendo su rápido crecimiento resultado de desequilibrios financieros persistentes (BOE, 2008).

El nombre genérico por el que se les conoce, *Sovereign Wealth Funds*, es utilizado por primera vez en el año 2005 al hacerse la diferencia entre la gestión de riqueza que realizan y los objetivos de política monetaria de los Bancos Centrales (Rožanov, 2005). En los años posteriores, dado el aumento de los volúmenes gestionados, comienzan a estudiarse con mayor profundidad y a valorarse su impacto en los mercados financieros globales (Beck y

¹³⁴ El Sovereign Wealth Fund Institute publica los volúmenes de activos gestionados por sus miembros, información que utilizamos para el análisis del volumen de activos bajo gestión de los Fondos Soberanos.

Fidora, 2008). El *International Monetary and Financial Committee (IMFC)*¹³⁵ del Fondo Monetario Internacional establece en octubre del 2007 la necesidad de analizar los flujos financieros originados por los Fondos Soberanos y establecer unos principios y prácticas para sus actividades. En abril del 2008 un grupo de países con Fondos Soberanos crean el *International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG)* para dedicarse a dicha tarea en coordinación con el FMI (IWG, 2008a). El IWG contó con la colaboración de la Comisión Europea y del Banco Mundial y finalmente publicó los Principios de Santiago (IWG, 2008b) en los que se recoge un acuerdo de principios y prácticas a seguir por los Fondos Soberanos. En octubre del 2008 la OCDE presenta su *Guidance on Sovereign Wealth Funds* (OECD, 2008) en la que tiene en cuenta aspectos legales, principios de inversión y seguridad nacional. En abril del 2009, el IWG establece el *International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSFWF)* como vehículo de diálogo entre los Fondos Soberanos con el objetivo de facilitar el cumplimiento de los Principios de Santiago.

Existen diferentes definiciones de Fondo Soberano. El FMI lo define como un fondo de inversión de carácter especial, de propiedad o creación gubernamental, que mantiene activos en moneda extranjera con objetivos a largo plazo. Por su parte, la OCDE define los Fondos Soberanos como vehículos de inversión de propiedad gubernamental financiados por activos en divisa. Una definición más amplia es la del *Sovereign Wealth Fund Institute*, para el que un Fondo Soberano es un fondo de inversión o entidad perteneciente al Estado que es normalmente establecida a partir de superávits de la balanza de pagos, operaciones oficiales en moneda extranjera, procesos de privatización, transferencias de pagos gubernamentales, superávit fiscales y fondos provenientes de la exportación. La definición de Fondo Soberano excluye los activos en moneda extranjera mantenidos por las autoridades monetarias para los objetivos tradicionales de la balanza de pagos o política monetaria, empresas estatales en su sentido tradicional, fondos de pensión de empleados gubernamentales o activos gestionados para el beneficio de particulares (SWF Institute, 2014).

Para entender los Fondos Soberanos es importante establecer su diferencia respecto a las reservas mantenidas por los Bancos Centrales. Los Bancos Centrales mantienen reservas en divisas principalmente para mantener estabilidad en la moneda doméstica, estabilidad de precios y estabilidad financiera. Dados estos objetivos, las reservas oficiales dan prioridad en

¹³⁵ El IMFC está compuesto por representantes de los ministerios de finanzas y bancos centrales de los 185 países miembros del FMI.

sus inversiones a los criterios de liquidez y seguridad en inversiones a corto y medio plazo generalmente efectuadas en bonos gubernamentales del G7¹³⁶ y de algunos emisores del sector Subsoberanos-Supranacionales-Agencias (SSA)¹³⁷. Por su parte, los Fondos Soberanos invierten recursos públicos en el extranjero para apoyar el consumo estable y el crecimiento a largo plazo. Para ello invierten en diferentes monedas, calidades de crédito y acciones manteniendo una activa gestión de riesgos. Los recursos invertidos a través de los fondos provienen del exceso de ahorro doméstico generado por las empresas o el gobierno de un país. Estos recursos son invertidos en el extranjero para evitar la creación de inflación y un potencial impacto negativo en el balance macroeconómico del país. A pesar de que la tolerancia al riesgo de las inversiones de los Fondos Soberanos es mayor que la de las reservas de los Bancos Centrales, la mayor parte de las inversiones¹³⁸ se efectúan en mercados dentro del G10¹³⁹.

Distinguimos dos grandes categorías de Fondos Soberanos en función del origen de los recursos que les son asignados: Fondos Soberanos cuyos recursos son obtenidos a partir de la exportación de materias primas y Fondos Soberanos cuyos recursos provienen de la exportación de capital. En la primera categoría, formada por los Fondos Soberanos pertenecientes a países ricos en recursos naturales, los fondos provienen de empresas estatales o de los impuestos a la exportación y son invertidos a largo plazo. En la segunda categoría, formada por los Fondos Soberanos pertenecientes a países exportadores de capital, los fondos provienen de la transferencia de reservas en divisa de los Bancos Centrales en países con alta capacidad de ahorro y con tipos de cambio fijos o tipos de cambio intervenidos. Pertenecen a la primera categoría los Fondos Soberanos de países con fuerte ingresos provenientes del petróleo como Rusia, Noruega y los países de Medio Oriente. También pertenecen a esta categoría países exportadores de materias primas como Brasil y Perú. A la segunda categoría pertenecen países exportadores de bienes de consumo como China y Corea del Sur.

¹³⁶ Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Francia, Alemania, Italia y Japón. La Unión Europea se encuentra representada en el G7 por el presidente del Eurogrupo.

¹³⁷ Los bancos centrales comienzan a efectuar parte de sus inversiones en países emergentes siendo los más frecuentes: Brasil, China, Corea del Sur, Méjico, Polonia, Suráfrica y Turquía (IMF, 2014a).

¹³⁸ El Fondo Monetario Internacional calcula que las inversiones de los Fondos Soberanos en países emergentes llegaron a su máximo anual, \$20 billones, en el año 2010 para bajar a \$10 billones en el 2013 (IMF, 2014a).

¹³⁹ Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Japón, Suiza, Suecia, Alemania, Francia, Italia, Holanda y Bélgica. Suiza se anexionó en 1964 mientras que el resto de los países crearon el grupo en 1962. OCDE, FMI, Comisión Europea y Banco Internacional de Pagos son observadores de las actividades del G10.

Podemos diferenciar igualmente dos tipologías principales según sus objetivos: los fondos de estabilización¹⁴⁰ y los fondos de ahorro¹⁴¹. Los primeros, son creados para reducir la volatilidad de los recursos financieros del gobierno cuando estos dependen fuertemente de los mercados internacionales, como es el caso de los países exportadores de materias primas. Los segundos, son creados con el fin de gestionar el ahorro destinado a generaciones futuras. Existen sin embargo fondos difíciles de clasificar en uno de estos grupos ya que han sido creados por los gobiernos mediante la transferencia de recursos financieros con el objetivo de ayudar a sus países a conseguir una plaza relevante en los mercados financieros globales, como en el caso de los Fondos Soberanos de Singapur y Corea del Sur.

4.2.2. Objetivos y estrategias de gestión de los Fondos Soberanos

Cada fondo tiene un origen y unos objetivos propios. Para conseguir estos objetivos implementan diferentes estrategias dentro de las cuales el grado de transparencia¹⁴² varía mucho de unos Fondos Soberanos a otros. Los objetivos más frecuentes son:

1. La protección del presupuesto gubernamental y de la economía de la inestabilidad potencial creada por una excesiva volatilidad en los ingresos y en las exportaciones.
2. La diversificación de la economía, en el caso de países exportadores de materias primas no renovables¹⁴³.
3. La obtención de beneficios mayores que los obtenidos a través de la gestión de las reservas de divisas.
4. Asistir a las autoridades monetarias en la disipación de los excesos de liquidez no deseados.
5. Aumentar el ahorro para las generaciones venideras.
6. Financiación del desarrollo económico y social.
7. Promover el crecimiento a largo plazo de ciertos países.

¹⁴⁰ Russian Oil Stabilisation Fund, Algerian Revenue Regulation Fund, Chilean Economic and Social Stabilisation Fund, entre otros.

¹⁴¹ Abu Dhabi Investment Authority, Norway Government Pension Fund, Kuwait Investment Authority, China Investment Corporation, Qatar Investment Authority, entre otros.

¹⁴² Según el *Linaburg-Maduell Transparency Index*, desarrollado por el SWF Institute, los Fondos Soberanos más transparentes son los de Chile, Emiratos Árabes Unidos, Singapur, Irlanda, Azerbaiyán, Australia, Estados Unidos-Alaska, Noruega, Nueva Zelanda y Canadá. Los que menos, Kiribati, Brunei, Argelia, Mauritania y Venezuela. <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>

¹⁴³ Entre el 2003 y el 2008, los activos gestionados por los Fondos Soberanos crecen rápidamente debido al aumento de los precios de las materias primas, especialmente el petróleo y el gas.

8. Mantener fondos que permitan la reconstrucción tras conflictos bélicos o catástrofes naturales¹⁴⁴.
9. Estrategia geopolítica.

En lo que se refiere a la política macroeconómica, los Fondos Soberanos en principio no participan en ella salvo en tres excepciones: transferencias al presupuesto del gobierno para cubrir necesidades excepcionales y concretas, transferencia de activos al banco central en caso de una necesidad excepcional de la balanza de pagos o de política monetaria, la estabilización de negocios o corporaciones nacionales vitales para el interés de la economía del país.

La gestión de los Fondos Soberanos está más orientada a la toma de riesgo que la de las reservas de los Bancos Centrales y efectúan inversiones en diferentes clases de activos como por ejemplo bonos, acciones, fondos de riesgo, mercado inmobiliario y participaciones directas en el capital de grandes corporaciones. Un buen ejemplo de su menor aversión al riesgo son las inversiones que ciertos Fondos Soberanos realizaron al participar en el capital de grandes entidades de los sectores financieros americano y europeo (tabla número 14). La estrategia de inversión consistía en aportar capital que mejorase la situación de los bancos participados y que con la mejora de su situación financiera el valor de las acciones subiera después de haber sido adquiridas en un momento en el que su capitalización bursátil se encontraba a niveles históricamente bajos¹⁴⁵. Desafortunadamente, los mercados siguieron cotizando a la baja las acciones de instituciones bancarias como Morgan Stanley¹⁴⁶, Merrill Lynch¹⁴⁷, Bank of América¹⁴⁸ y Citigroup¹⁴⁹ en Estados Unidos o UBS y Barclays¹⁵⁰ en Europa. Diferentes Fondos Soberanos habían participado en el capital de estas instituciones bancarias y sus inversiones dieron importantes pérdidas como consecuencia de la crisis sub-

¹⁴⁴ Kuwait consiguió reconstruirse y mantener su independencia tras la invasión sufrida por Irak en parte gracias a la existencia de su Fondo Soberano.

¹⁴⁵ Como ejemplo, la acción de Citigroup cotizaba en torno a \$450 a mediados del 2007, a \$220 a mediados del 2008 y tocó fondo en marzo del 2009 a algo más de \$10 por acción. En mayo del 2014 la acción cotizaba a \$47.

¹⁴⁶ Participación de China Investment Corp.

¹⁴⁷ Inversiones de Korea Investment Corporation, Kuwait Investment Authority y Temasek Holdings.

¹⁴⁸ Temasek vendió con pérdidas importantes \$189 millones de acciones de Bank of America en Mayo del 2009 para reenfocarse en los mercados emergentes.

¹⁴⁹ Government of Singapore Investment Corp efectuó importantes inversiones en Citigroup y UBS en la primera etapa de crisis que ocasionaron importantes pérdidas. En el caso de Citigroup, Kuwait Investment Authority y Abu Dhabi Investment Authority también adquirieron participaciones importantes.

¹⁵⁰ Las participaciones en Barclays de Temasek e International Petroleum Investment Corp resultaron en pérdidas.

prime¹⁵¹. Al mismo tiempo y ante la pérdida de valor de sus acciones, numerosas entidades financieras occidentales, necesitadas de liquidez y capital¹⁵², vendieron su participación en instituciones bancarias de países emergentes¹⁵³.

Tabla 14. Pérdidas bancarias e inyecciones de capital relacionadas con la crisis sub-prime en \$ billones.

Nº	Institución Financiera	Pérdidas	Nuevo Capital	Nº	Institución Financiera	Pérdidas	Nuevo Capital
1	Citigroup	142	106	26	KBC	15	8
2	Bank of America	115	99	27	IKB	14	11
3	Watchovia	102	11	28	U.S. Bancorp	14	9
4	Royal Bank of Scotland	81	100	29	BBVA	13	0
5	JPM Chase	76	51	30	SunTrust Banks	12	6
6	Wells Fargo	59	50	31	Allied Irish Banks	12	17
7	UBS	58	46	32	Bankof Montreal	12	3
8	HSBC	56	29	33	Banske Bank	11	3
9	Merrill Lynch	56	30	34	Canadian IBC	11	0
10	Barclays	46	32	35	RBC	11	2
11	Washington Mutual	45	12	36	Intesa Sanpaolo	10	6
12	Banco Santander	32	26	37	Credit Agricole	9	12
13	HBOS	30	26	38	Fifth Third Bancorp	9	7
14	Unicredit	28	15	39	Goldman Sachs	9	28
15	National City	25	9	40	Fortis	9	22
16	Credit Suisse	24	21	41	Natexis	9	8
17	Deutsche Bank	24	28	42	Mizuho	8	11
18	Morgan Stanley	23	29	43	Landesbank B-W	8	7

¹⁵¹ Las pérdidas totales del sector bancario relacionadas con la crisis sub-prime se calculan en \$1,54 billones. Las pérdidas totales de sector financiero incluyendo aseguradoras (\$233 billones) y agencias americanas (\$318 billones), se calculan en \$2,1 billones (Bloomberg, 2014).

¹⁵² El capital total inyectado en el sector bancario como consecuencia de la crisis sub-prime se calculan en \$1,28 billones. El capital total inyectado en el sector financiero incluyendo aseguradoras (\$176,5 billones) y agencias americanas (\$157 billones), se calculan en \$1,62 billones (Bloomberg, 2014).

¹⁵³ Goldman Sachs vendió por cerca de \$2 billones parte del capital del Industrial and Commercial Bank of China.

19	BNP Paribas	23	13	44	DZ Bank	7	0
20	ING	19	24	45	Anglo Irish Bank	7	4
21	Societe Generale	19	17	46	Etrade	7	3
22	Bayerische Landesbank	18	20	47	Hypo Real Estate	7	11
23	PNC Financial Services	18	13	48	BB&T	7	6
24	Commerzbank	17	25	49	Dexia	7	9
25	Lehman Brothers	16	14	50	ICBC	6	4

Fuente: Bloomberg, instituciones bancarias

China, Singapur, Rusia, Noruega, Emiratos Árabes Unidos y Arabia Saudita gestionan hoy en día los mayores Fondos Soberanos, creados todos ellos a partir de la acumulación de reservas efectuada por sus gobiernos durante el decenio de bonanza económica que tiene lugar hasta el comienzo de la crisis financiera. Estos Fondos Soberanos de gran tamaño tienen capacidad para influir en el mapa económico global y son, además de un recurso financiero, un recurso de estrategia geopolítica para los países a los que pertenecen. Por ello, los países occidentales en los que los fondos realizan sus inversiones procuran crear un marco reglamentario que evite la participación de los Fondos Soberanos con fines políticos en empresas con importancia estratégica.

Por otra parte, la falta de transparencia de muchos de los Fondos Soberanos es un aspecto que tienen en cuenta otros actores de mercado. Su participación en los mercados internacionales de capital ha de efectuarse en línea con la de otros inversores y siguiendo las exigencias de los reguladores en cuanto al origen de los fondos, los objetivos de las inversiones, auditorías, desglose de las inversiones y posiciones en fondos de inversión de activos privados. Dadas estas problemáticas, los principales Fondos Soberanos firmaron los ya mencionados Principios de Santiago, acuerdo en cuanto a los principios y prácticas a seguir en su gestión que contaba con la supervisión del Fondo Monetario Internacional, que forma parte de un cuadro regulador de mayor amplitud.

De hecho los activos gestionados por los Fondos Soberanos se encuentran limitados en su uso no solo por sus propios objetivos sino también por factores reguladores, económicos y políticos. Forman parte de este marco regulatorio las reglas de la Organización Mundial del Comercio (OMC) y de la OCDE, así como las excepciones legales existentes a los

movimientos libres de capitales y bienes cuando puedan perjudicar al interés nacional (Mezzacapo, 2009).

4.2.3. Análisis del volumen de activos bajo gestión de los Fondos Soberanos

Los Fondos Soberanos, al igual que las reservas de divisa, han experimentado un fuerte crecimiento¹⁵⁴ y forman parte del proceso de acumulación de las instituciones oficiales. Con el objetivo de cuantificar el volumen de sus activos, realizamos un análisis que incluye 74 entidades (tabla número 15), que nos permite establecer una clasificación de los Fondos Soberanos a nivel mundial a 30/04/2014 y estimar el volumen total de activos gestionados en \$6,4 billones. Con el objetivo de diferenciar el origen de los recursos de los fondos establecemos la diferencia entre los fondos cuyos recursos provienen de las materias primas y de los que no. Analizamos igualmente la evolución de los volúmenes totales de activos gestionados por los Fondos Soberanos desde el año 2000.

Tabla 15. Ranking mundial de Fondos Soberanos.

Nº	Fondo Soberano	País	Millones \$	% Sobre Total Mundial
1	Government Pension Fund - Global	Noruega	838 000	13,17%
2	Abu Dhabi Investment Authority	E.A.U. - Abu Dhabi	773 000	12,15%
3	SAMA Foreign Holdings	Arabia Saudita	675 900	10,62%
4	China Investment Corporation	China	575 200	9,04%
5	SAFE Investment Company	China	567 900	8,92%
6	Kuwait Investment Authority	Kuwait	410 000	6,44%
7	Hong Kong Monetary Authority Investment	China-Hong Kong	326 700	5,13%
8	Government of Singapore Invest. Corp.	Singapur	320 000	5,03%
9	Temasek Holdings	Singapur	173 300	2,72%
10	Qatar Investment Authority	Qatar	170 000	2,67%
11	National Social Security Fund	China	160 600	2,52%
12	Future Fund	Australia	90 200	1,42%
13	National Welfare Fund	Rusia	88 000	1,38%
14	Russian Reserve Fund	Rusia	86 400	1,36%
15	Samruk-Kazyna JSC	Kazajistán	77 500	1,22%

¹⁵⁴ Desde enero del 2008 a diciembre del 2012 los activos de los Fondos Soberanos crecieron un 59% (SWF Institute, 2014). Entre las mismas fechas se crearon al menos 32 Fondos Soberanos.

16	Revenue Regulation Fund	Argelia	77 200	1,21%
17	Korea Investment Corporation	Corea del Sur	72 000	1,13%
18	Investment Corporation of Dubai	E.A.U. - Dubái	70 000	1,10%
19	Kazakhstan National Fund	Kazajistán	68 900	1,08%
20	Libyan Investment Authority	Libia	66 000	1,04%
21	International Petroleum Investment Company	E.A.U. - Abu Dhabi	65 300	1,03%
22	National Development Fund	Irán	58 600	0,92%
23	Mubadala Development Company	E.A.U. - Abu Dhabi	55 500	0,87%
24	Alaska Permanent Fund	E.E.U.U. - Alaska	49 500	0,78%
25	Khazanah Nasional	Malasia	40 500	0,64%
26	Brunei Investment Agency	Brunei	40 000	0,63%
27	State Oil Fund of the Republic of Azerbaijan	Azerbaiyán	34 100	0,54%
28	Permanent School Fund	E.E.U.U. - Texas	30 300	0,48%
29	Strategic Investment Fund	Francia	25 500	0,40%
30	New Zealand Superannuation Fund	Nueva Zelanda	20 300	0,32%
31	National Investment Corporation	Kazajistán	20 000	0,31%
32	National Pensions Reserve Fund	Irlanda	19 400	0,30%
33	Development Fund for Iraq	Irak	18 000	0,28%
34	New Mexico State Investment Office Trust	E.E.U.U. - Nuevo Méjico	17 300	0,27%
35	Alberta's Heritage Savings Trust Fund	Canadá - Alberta	16 400	0,26%
36	Permanent University Fund	E.E.U.U. - Texas	15 300	0,24%
37	Social and Economic Stabilization Fund	Chile	15 200	0,24%
38	Timor-Leste Petroleum Fund	Timor del Este	14 600	0,23%
39	Russian Direct Investment Fund	Rusia	13 000	0,20%
40	Emirates Investment Authority	E.A.U. - Federal	10 000	0,16%
41	State General Reserve Fund	Omán	8 200	0,13%
42	Mumtalakat Holding Company	Bahréin	7 100	0,11%
43	Fiscal Stabilization Fund	Perú	7 100	0,11%
44	Pension Reserve Fund	Chile	7 000	0,11%
45	Pula Fund	Botsuana	6 900	0,11%
46	Oil Revenues Stabilization Fund of Mexico	Méjico	6 000	0,09%
47	Oman Investment Fund	Omán	6 000	0,09%
48	Italian Strategic Fund	Italia	6 000	0,09%
49	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	E.E.U.U. - Wyoming	5 600	0,09%
50	Sovereign Fund of Brazil	Brasil	5 300	0,08%
51	Public Investment Fund	Arabia Saudita	5 300	0,08%
52	China-Africa Development Fund	China	5 000	0,08%
53	Fundo Soberano de Angola	Angola	5 000	0,08%
54	Heritage and Stabilization Fund	Trinidad & Tobago	5 000	0,08%
55	Alabama Trust Fund	E.E.U.U. - Alabama	2 500	0,04%
56	North Dakota Legacy Fund	E.E.U.U. - Dakota del N	1 700	0,03%
57	Nigeria Sovereign Investment Authority	Nigeria	1 500	0,02%
58	Fondo de Ahorro de Panama	Panamá	1 200	0,02%
59	RAKIA	E.A.U. - Ras AlKhaimah	1 200	0,02%
60	Louisiana Education Quality Trust Fund	E.E.U.U. - Luisiana	1 100	0,02%

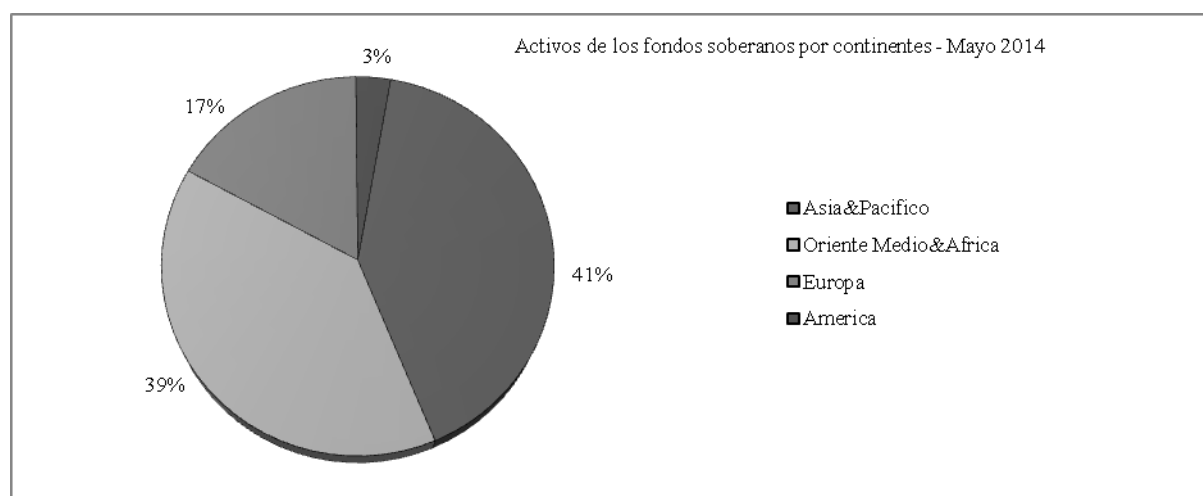
61	Palestine Investment Fund	Palestina	800	0,01%
62	FEM - Macroeconomic Stabilization Fund	Venezuela	800	0,01%
63	Revenue Equalization Reserve Fund	Kiribati	600	0,01%
64	State Capital Investment Corporation	Vietnam	500	0,01%
65	Sovereign Fund of the Gabonese Republic	Gabón	400	0,01%
66	Government Investment Unit of Indonesia	Indonesia	300	0,00%
67	National Fund for Hydrocarbon Reserves	Mauritania	300	0,00%
68	Western Australian Future Fund	Australia	300	0,00%
69	Fiscal Stability Fund	Mongolia	300	0,00%
70	Fund for Future Generations	Guinea Ecuatorial	80	0,00%
71	Ghana Petroleum Funds	Ghana	70	0,00%
72	Abu Dhabi Investment Council	E.A.U. - Abu Dhabi	-	-
73	Papua New Guinea Sovereign Wealth Fund	Papua Nueva Guinea	-	-
74	Turkmenistan Stabilization Fund	Turkmenistán	-	-

Fuente: SWF Institute, Fondos Soberanos

Constatamos una fuerte concentración del total de activos gestionados por los Fondos Soberanos, siendo gestionado el 54% por las cinco primeras instituciones de nuestra clasificación y el 76% por las diez primeras. Hemos diferenciado igualmente entre Fondos Soberanos cuyos recursos provienen de la exportación de materias primas y Fondos Soberanos cuyos recursos provienen de otras fuentes. Los primeros representan un 60% sobre los activos totales gestionados y los segundos un 40%.

Al analizar geográficamente el reparto de los activos gestionados por los Fondos Soberanos, constatamos una fuerte concentración en Asia & Pacífico y Oriente Medio & África (gráfico número 73).

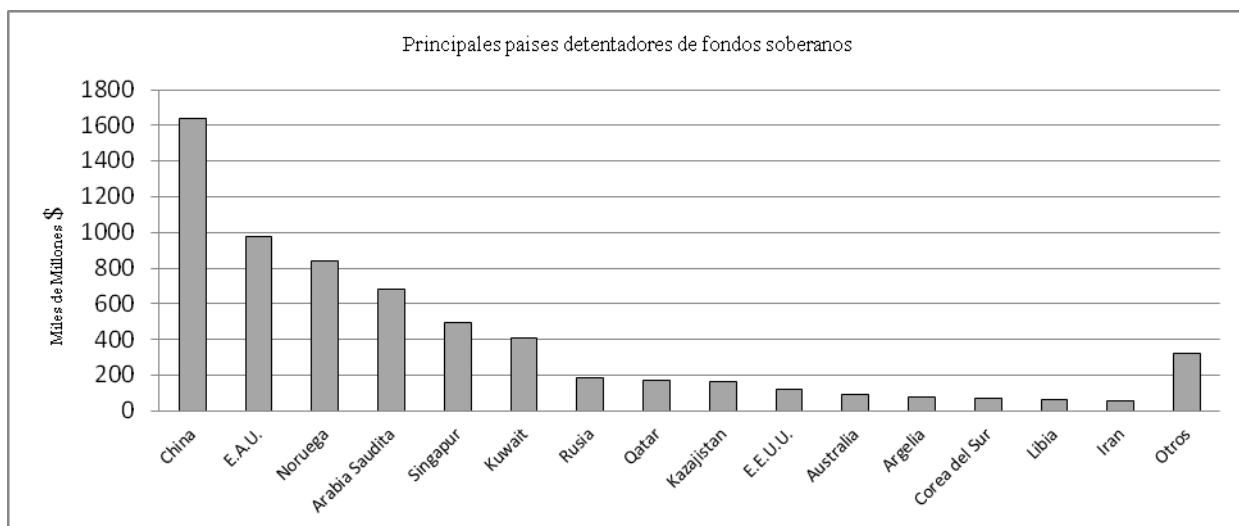
Gráfico 73. Activos gestionados por los Fondos Soberanos por continentes.



Fuente: Elaboración propia con datos de SWF Institute y Fondos Soberanos

La concentración es igualmente importante cuando efectuamos un reparto por países de los activos gestionados por los Fondos Soberanos, con China manteniendo la mayor parte de los mismos, seguida por Emiratos Arabes Unidos, Noruega y Arabia Saudita (gráfico número 74).

Gráfico 74. Activos gestionados por los Fondos Soberanos por países.



Fuente: Elaboración propia con datos de SWF Institute y Fondos Soberanos

La base de datos del *Sovereign Wealth Fund Institute* nos permite obtener los datos relativos a la evolución interanual del volumen total de activos gestionados por los Fondos Soberanos de todo el mundo.

Observamos cómo su crecimiento es rápido y estable excepto en el año 2009, donde existe una ligera bajada en el volumen total de activos gestionados por los Fondos Soberanos (gráfico número 75). Esta situación es única en la serie de datos analizada y viene originada por la pérdida de valor de las inversiones efectuadas por ciertos fondos de gran tamaño durante la última crisis financiera¹⁵⁵.

¹⁵⁵ Entre otros movimientos en el valor de los Fondos Soberanos, cabe destacar el del Fondo Soberano noruego. *The Government Pension Fund of Norway* perdió €92 billones (633 billones de coronas noruegas) en su cartera de inversiones durante el ejercicio 2008 (125.000 coronas por habitante) debido a la caída del precio de las acciones durante dicho ejercicio. En ese momento era el segundo Fondo Soberano más importante del mundo con 330 billones de dólares gestionados, las pérdidas fueron cercanas a un tercio del volumen total de activos. Tras el periodo de estrés financiero durante el cual se originaron dichas pérdidas, la posición se recuperó y las pérdidas fueron recuperadas durante el ejercicio siguiente.

Gráfico 75. Evolución del volumen de activos gestionados por Fondos Soberanos.



Fuente: Elaboración propia con datos de SWF Institute y Fondos Soberanos

4.2.4. Capital Acumulado Total (CAT)

Establecemos a continuación el total de activos gestionado por las instituciones oficiales, proponiendo el concepto de Capital Acumulado Total (CAT)¹⁵⁶. Analizaremos igualmente el CAT de la eurozona y lo comparamos con el global. También definimos el Ratio Fondos Soberanos/Reservas de Divisa como indicador de riesgo de las inversiones efectuadas por las instituciones oficiales.

Definimos el Capital Acumulado Total (CAT) como la suma de las reservas de divisa mantenidas por los Bancos Centrales y los activos gestionados por los Fondos Soberanos.

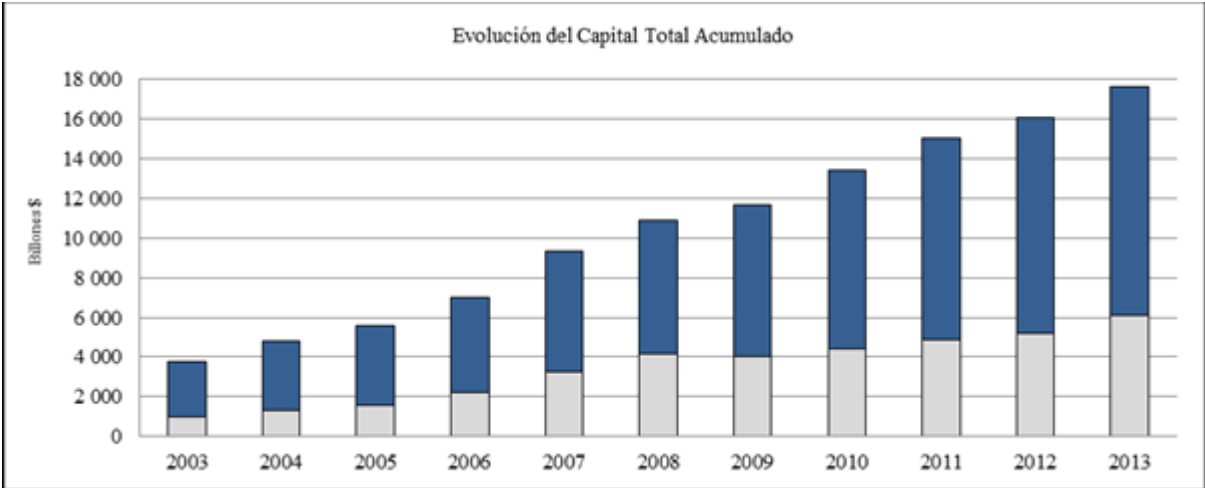
Dentro de las tres categorías de activos que constituyen las reservas totales de los Bancos Centrales incluimos únicamente las reservas de divisa en el cálculo del CAT por ser las de mayor impacto, dado su volumen y crecimiento, en el proceso de acumulación de capital llevado a cabo por las instituciones oficiales. Así mismo, el no incluir las otras dos categorías de reservas de los Bancos Centrales, de mucho menor volumen, nos permite establecer una relación directa entre las reservas de divisa y los activos gestionados por los Fondos Soberanos.

¹⁵⁶ De los tres tipos de reservas mantenidas por los bancos centrales, únicamente integraremos las reservas de divisa en el cálculo del capital acumulado total (CAT) con el objetivo de establecer una relación directa entre reservas de divisa y activos financieros gestionados por los Fondos Soberanos al crear los ratios derivados del CAT.

Constatamos un rápido crecimiento del CAT (gráfico número 76), que a finales del año 2003 era de \$3,8 billones y a finales de abril del 2014 paso a \$18,2 billones, es decir, el CAT se multiplico por 4,8 veces en un periodo ligeramente superior a diez años.

Durante la crisis financiera, tanto Bancos Centrales como Fondos Soberanos han sido capaces de absorber las convulsiones de los mercados de capital sin que la continuidad del aumento de los volúmenes gestionados se haya visto afectada. Esto hace pensar que una eventual reducción del CAT no debería ser ocasionada por una coyuntura económico-financiera inestable sino por un cambio estratégico de la gestión de activos por parte de las instituciones oficiales.

Gráfico 76. Evolución del Capital Acumulado Total.



Fuente: elaboración propia con datos de FMI, Bancos Centrales, SWF Institute y Fondos Soberanos

A partir de los datos analizados, las reservas de divisa de la Eurozona y los activos gestionados por sus Fondos Soberanos, representan un 1,92% y un 0,82% sobre los totales mundiales respectivos en abril del 2014. A esta misma fecha, el CAT de la Eurozona representa un 1,59% sobre el CAT mundial. Este porcentaje, dado el mayor y constante aumento tanto de las reservas de divisa como de activos gestionados por los Fondos Soberanos del resto del mundo, podría disminuir en los próximos años.

A continuación, proponemos tres ratios que nos permiten analizar tanto la relación proporcional entre reservas de divisa y Fondos Soberanos como el peso de una y otra clase de

activos dentro del CAT. Los tres ratios pueden ser aplicados globalmente o independientemente a cada uno de los países analizados:

- a) Ratio Fondos Soberanos/Reservas Divisa (RFR)
- b) Ratio Fondos Soberanos/Capital Acumulado Total (RFC)
- c) Ratio Reservas Divisa/Capital Acumulado Total (RRC).

Estos ratios son definidos como sigue:

$$\text{Ratio Fondos Soberanos – Reservas Divisa (RFR)} = \frac{\text{Fondos Soberanos}}{\text{Reservas Divisa}} \times 100\%$$

$$\text{Ratio Fondos Soberanos – Capital Total Acumulado (RFC)} = \frac{\text{Fondos Soberanos}}{\text{Capital Total Acumulado}} \times 100\%$$

$$\text{Ratio Reservas Divisa – Capital Total Acumulado (RRC)} = \frac{\text{Reservas Divisa}}{\text{Capital Total Acumulado}} \times 100\%$$

En el año 2003 las reservas de divisa totales gestionadas por los Bancos Centrales de todo el mundo eran de \$2,85 billones y los Fondos Soberanos gestionaban un volumen total de activos de \$950 billones. Aplicando el ratio RFR al periodo 2003-2013 observamos como este se sitúa en el 33% en el año 2003, siendo así los Fondos Soberanos equivalentes a un tercio de las reservas acumuladas. A finales del 2013, las reservas de divisa totales eran de \$11,54 billones y los activos totales de los Fondos Soberanos eran de \$6,1 billones obteniéndose un ratio de 53% en el que los Fondos Soberanos pasan a equivaler a algo más de la mitad de las reservas de divisa acumuladas. Fondos Soberanos y reservas de divisas crecen rápidamente en el periodo 2003-2013. Sin embargo, la rápida evolución del RFR muestra un crecimiento proporcionalmente mayor de los primeros.

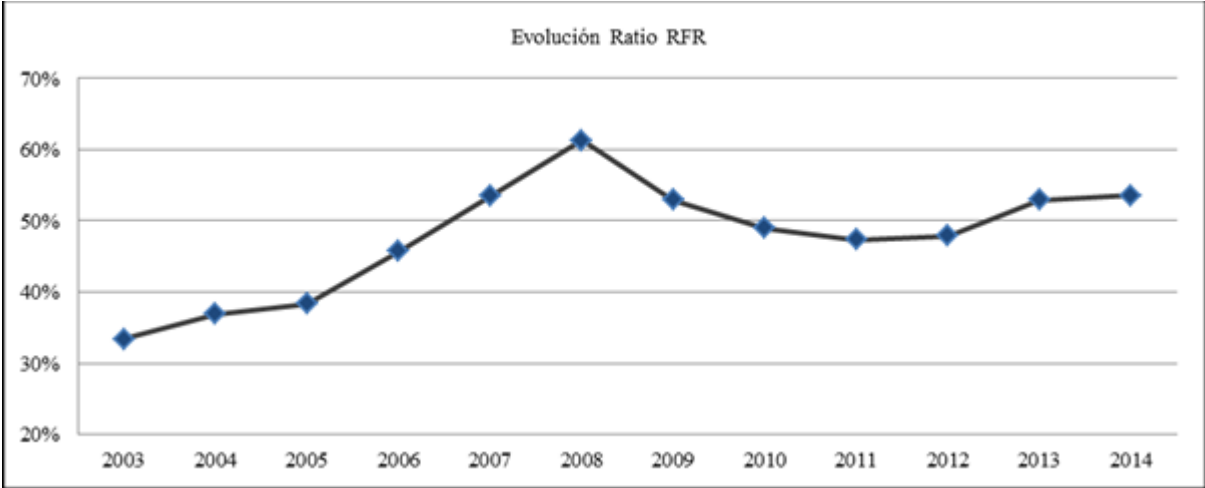
Observamos como el ratio RFR (gráfico número 77) ha experimentado un crecimiento menos constante que el de las reservas de divisa y los Fondos Soberanos. En el año 2008 el ratio alcanza su punto máximo superando el 61% pero a partir de ese punto desciende hasta el 47% en el 2011 para comenzar a aumentar moderadamente durante los años posteriores.

Interpretamos esta evolución del ratio RFR como un aumento de la aversión al riesgo de los gobiernos ocasionada por la crisis financiera global.

Un ratio RFR de 1, o en términos porcentuales del 100%, supone un CAT en el que el volumen de activos gestionados en Fondos Soberanos es igual al volumen gestionado en reservas de divisa. Un ratio menor que 100% representa mayor acumulación de activos en reservas de divisa que en Fondos Soberanos y mientras que un ratio mayor que 100% representa justamente lo contrario. La evolución en el tiempo de este ratio permite observar el comportamiento frente al riesgo de las instituciones oficiales gestoras de los activos que forman el CAT según sea la coyuntura económica. A mayor crecimiento y estabilidad económica observamos un mayor crecimiento del ratio y cuando la aversión al riesgo se acentúa, como hemos podido constatar en el periodo 2008-2012, el ratio desciende.

Aunque históricamente el RFR nunca ha sido superior a uno, dados los altos niveles de las reservas de divisa existentes en países exportadores, es probable que el aumento de los excesos de ahorro sea destinado a los Fondos Soberanos, siempre y cuando el contexto financiero global tienda a estabilizarse. Esta situación podría conducir hacia un ratio superior al 100% en el que los activos de los Fondos Soberanos sean superiores a los de las reservas de divisa.

Gráfico 77. Evolución Ratio Fondos Soberanos/Reservas Divisa.



Fuente: elaboración propia con datos de FMI, Bancos Centrales, SWF Institute y Fondos Soberanos

Además de ser aplicado de forma global, el ratio RFR puede ser aplicado a cada país para observar las cantidades invertidas por sus gobiernos en activos financieros a través de los

Fondos Soberanos en comparación a sus reservas de divisa. A mayor ratio, mayor búsqueda de rentabilidad y mayor aceptación de riesgo en las inversiones.

Cuando aplicamos los ratios RFC y RRC dentro del mismo periodo, observamos como los Fondos Soberanos han adquirido mayor importancia sobre el Capital Acumulado Total. En el año 2003 los Fondos Soberanos representaban un 25% del CAT mientras que en el 2013 pasa a representar un 35%.

4.3. Instituciones bancarias

Tras la crisis financiera y con los importantes cambios regulatorios en materia de capital y liquidez que deben de ser implementados y mantenidos por las instituciones bancarias, estas han aumentado considerablemente su demanda de bonos emitidos por instituciones SSA¹⁵⁷ dada su alta calidad crediticia. En los años anteriores al 2007 las instituciones bancarias mantenían un perfil de riesgo más elevado que el actual que les permitía obtener mayores rendimientos que los ofrecidos por las IFIS. Tras los primeros problemas de liquidez del mercado en el año 2007 su aversión al riesgo se acentuó y posteriormente las exigencias reguladoras acentuaron su demanda, que previsiblemente continuará siendo alta con el fin de mantener las carteras de liquidez de los bancos y las inversiones de capital en contrapartidas de calidad crediticia elevada.

Las instituciones bancarias pueden ser consideradas desde una triple perspectiva según sea su actividad de inversión. La primera, la de la banca comercial a través de la que compran productos financieros a medio plazo para posteriormente distribuirlos entre sus clientes. En segundo lugar el de la banca privada, a través de la cual compran productos financieros a medio y largo plazo destinados a las carteras de inversión de clientes de alta capacidad financiera y de empresas de tamaño medio. En ambos casos se mantienen los objetivos de obtener niveles de cupón elevados y emisores reconocibles por los inversores minoristas. En tercer lugar, las instituciones bancarias efectúan la inversión de la liquidez de su propia tesorería en activos financieros de alta calidad a corto y medio plazo para lo que siguen

¹⁵⁷ Los bonos emitidos por las instituciones del sector SSA son elegibles para las carteras de liquidez de los bancos que podrán utilizarlos como colateral en caso de necesitar liquidez del banco central por el que sean supervisados.

criterios de gestión de liquidez¹⁵⁸. Es en esta tercera actividad bancaria en la que existe mayor relación emisor-inversor entre entidades emisoras del sector SSA y entidades inversoras del sector bancario.

4.4. Gestores de activos, fondos de pensión y aseguradoras

Los gestores de activos por su parte se dividen en gestores de activos a corto plazo que efectúan inversiones entre uno y tres años, gestores de activos de renta fija a medio y largo plazo y gestores de activos globales que invierten en diferentes categorías de activos financieros a medio y largo plazo. Todas las inversiones efectuadas por los gestores de activos fijan sus objetivos fijando criterios de valor relativo y retorno total de las inversiones. La gestión de activos a corto plazo es más sensible a los criterios de liquidez.

Los criterios de inversión de los fondos de pensiones y de las compañías aseguradoras, dada la naturaleza de sus negocios, se encuentran orientados hacia las inversiones a largo plazo y siguen objetivos de gestión de activos y pasivos.

La mejora de las expectativas del crecimiento global¹⁵⁹ a partir del año 2014 (WB, 2014b), hacen prever una continuación¹⁶⁰ del crecimiento de los activos totales gestionados por fondos de pensiones (Towers Watson, 2013a) y gestores de activos (Towers Watson, 2013b; BCG, 2013). Ante un entorno financiero más estable que el vivido durante el periodo 2007-2012, con una gestión de activos más conservadora fomentada por los reguladores durante los últimos años, la exposición a pérdidas financieras deberá ser menor. Según el Fondo Monetario Internacional, fondos de pensiones y aseguradoras aumentarán sus inversiones en mercados emergentes con objetivos de diversificación y aumento de los rendimientos (IMF, 2014a). Estas estrategias de diversificación irán acompañadas de un incremento de sus inversiones en activos financieros emitidos por el sector SSA.

¹⁵⁸ Los activos han de ser líquidos y frecuentemente existe el requisito de que sean elegibles por la autoridad monetaria del país en el que ejerce la institución bancaria para operaciones de cesión temporal de activos.

¹⁵⁹ Las previsiones para el PIB global del Banco Mundial son respectivamente de un 3,2%, 3,4% y 3,5% para los años 2014, 2015 y 2016.

¹⁶⁰ El Fondo Monetario Internacional valora los activos gestionados por inversores institucionales (excluyendo bancos centrales e incluyendo Fondos Soberanos) en \$22 trillones en 1995 y en \$76 trillones en el año 2012 (IMF, 2014a).

5. Conclusión del cuarto capítulo

Las IFIS europeas, al igual que las del resto del mundo, financian la mayor parte de sus actividades a través de los mercados internacionales de capital. Para ello mantienen una actividad bien diversificada en los mercados de deuda internacionales con el objetivo de contar con una base de inversores lo más amplia posible. Las IFIS se financian en gran medida en los mercados con mayor volumen de negociación, dólar y euro, pero mantienen una presencia regular en otros mercados estables de menor tamaño. Completan su actividad de emisión de deuda con transacciones efectuadas en mercados de deuda en desarrollo o emisiones de carácter privado.

La base de inversores de las IFIS se divide en instituciones oficiales e instituciones financieras privadas. Hemos desarrollado un análisis en profundidad de las primeras y las hemos dividido en dos grupos: Bancos Centrales y Fondos Soberanos. El análisis de estas instituciones es relevante no solo por constituir una parte muy importante de la base de inversores de las IFIS sino también por el proceso de acumulación de capital que llevan a cabo.

Al comparar el volumen de las reservas de los diferentes Bancos Centrales es importante tener en cuenta los orígenes y objetivos de dichas reservas. En el caso de las instituciones que mantienen las mayores reservas existen dos procesos de acumulación principales: la acumulación de reservas con el objetivo de hacer frente a los pagos internacionales en caso de crisis financiera y la acumulación de reservas de países exportadores con restricciones cambiarias. El objetivo de las reservas mantenidas por el Eurosistema, formado por el Banco Central Europeo y los Bancos Centrales nacionales de los 18 países de la Eurozona, es el de garantizar la liquidez necesaria para efectuar operaciones de divisa, siendo utilizadas como mecanismo de control del tipo de cambio. Las diferentes procedencias y usos de los que son susceptibles las reservas hacen que el proceso de acumulación de reservas sea diferente de unas economías a otras. Por ello, las reservas del Eurosistema, al igual que las de otras economías avanzadas, son significativamente menores que las de países emergentes o en desarrollo.

Con el objetivo de comparar las reservas del Eurosistema con las gestionadas por los Bancos Centrales del resto del mundo, hemos cuantificado las reservas internacionales, dividiéndolas

posteriormente en tres categorías de activos. De este modo, hemos cuantificado las reservas totales en \$13,44 billones a 30 de abril del 2014 y hemos diferenciado entre reservas de divisa, reservas de oro y derechos especiales de giro, categorías de activos que representan respectivamente un 88%, 10% y 2% sobre el total de reservas acumuladas.

Las reservas de divisa están constituidas por depósitos en moneda extranjera o por activos financieros denominados en moneda extranjera. Esta categoría ha experimentado un fuerte crecimiento y su volumen total, a 30 de abril del 2014, es de \$12 billones. El Eurosistema, con \$229 billones sobre el total y un bajo ritmo de crecimiento, ocupa el puesto duodécimo de la clasificación mundial en cuanto a reservas de divisa, por lo que comparativamente no puede ser considerado como uno de los principales gestores de esta categoría de reservas.

En nuestro análisis hemos observado una fuerte concentración de reservas de divisa en Asia, con un 62% sobre las reservas de divisa mundiales. Le siguen Europa con el 16%, África y Medio Oriente con el 14% y América con el 8%. La concentración por países es igualmente alta con China representando el 33,2% del total, Japón el 10,2%, Arabia Saudita el 6,1%, Suiza el 4,1% y Rusia el 3,8%. Esta fuerte concentración por países hace que el 57,4% del total sea gestionado por 5 países, el 72% por 10, el 86% por 20 y el 95% por 40. La diversificación de las reservas de divisa ha cobrado especial importancia en los últimos años y el euro se ha posicionado, después del dólar, como la segunda moneda más importante.

En lo referente al nivel de reservas mantenidas en oro, el Eurosistema mantiene \$323 billones, lo que representa el 57% sobre el total de sus reservas y le posiciona, seguido por Estados Unidos, como primer gestor mundial de esta categoría de reservas. Ambas economías son importadoras de capital por lo que sus reservas de divisa no han crecido al ritmo de las economías exportadoras de capital. Estas últimas, con China como mejor ejemplo, invierten gran parte de sus reservas en activos financieros provenientes de emisores de deuda de alta calidad crediticia como los tesoros europeos y estadounidense.

Hemos cuantificado los volúmenes de activos mantenidos por los Fondos Soberanos como segundo componente, junto a las reservas de divisa, del proceso de acumulación de capital llevado a cabo por las instituciones oficiales definidas como el conjunto de Bancos Centrales y Fondos Soberanos mundiales. Ante la fuerte acumulación de reservas de divisas, los excesos de ahorro de los Bancos Centrales son destinados a la constitución de Fondos

Soberanos. Hemos cuantificado los activos gestionados por los Fondos Soberanos mundiales, a 30 de abril del 2014, en \$6,4 billones. Los Fondos Soberanos de la Eurozona representan menos del 1% sobre el total mundial. Por tanto, la Eurozona no puede ser considerada como uno de los principales contribuyentes al proceso de acumulación de capital a través de los Fondos Soberanos.

Con el objetivo de analizar la evolución del proceso de acumulación de capital descrito, hemos definido el Capital Acumulado Total (CAT) como la suma de reservas de divisa de los Bancos Centrales y activos gestionados por los Fondos Soberanos. A 31 de diciembre del año 2013 las reservas de divisa mundiales eran de \$11,54 billones y los activos gestionados por los Fondos Soberanos de \$6,1 billones, es decir, existía un CAT de \$17,64 billones, equivalente a 1,44 veces el PIB de la Eurozona. A esa misma fecha el CAT de la Eurozona representaba un 1,59 % sobre el CAT mundial por lo que la Eurozona no puede ser considerada, como tampoco Estados Unidos, un contribuyente principal al proceso de acumulación de capital analizado.

La evolución de la proporción entre Fondos Soberanos y reservas de divisa que componen el CAT puede ser considerada como indicador del comportamiento respecto al riesgo de las instituciones oficiales. El Ratio Fondos Soberanos/Reservas Divisa (RFR) permite medir dicho comportamiento, observando un aumento de su aversión al riesgo durante el periodo 2008-20012.

Constatamos la existencia de un proceso de acumulación de capital llevado a cabo por las instituciones oficiales. Este proceso se desarrolla de manera estable y sin interrupciones en el periodo 2003-2014 a pesar de la crisis financiera global y de los cambios políticos, económicos y sociales acontecidos a escala mundial.

Concluimos este capítulo con la descripción de las instituciones financieras privadas, siendo las instituciones más importantes de este grupo las instituciones bancarias, seguidas de los gestores de activos, fondos de pensión y las aseguradoras.

CAPÍTULO 5 – EVOLUCIÓN DEL COSTE DE FINANCIACIÓN DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES

1. Introducción al quinto capítulo

Comenzamos el presente capítulo proponiendo una metodología para el cálculo del coste de financiación estimado de los bonos emitidos por las instituciones emisoras de deuda en el mercado primario, analizando posteriormente las cotizaciones del mercado secundario. Diferenciaremos entre estimaciones de emisiones realizadas y emisiones realizables. La estimación del coste de financiación permite analizar el posicionamiento de unas instituciones frente a otras, la evolución en el tiempo del coste de financiación de una institución concreta, el coste de financiación obtenido en diferentes mercados o vencimientos y la elección estratégica de las emisiones de deuda de cada emisor.

Además de los objetivos anteriores, que determinan la importancia de establecer el coste de financiación estimado de las emisiones de deuda bajo una variable comparable, el análisis del coste de financiación de los diferentes emisores permite analizar el comportamiento de las primas de riesgo en función de la calidad crediticia del emisor y de la coyuntura financiera. Analizamos la evolución del coste de financiación estimado y la de las primas pagadas con anterioridad a agosto del 2007, comparándolas con las exigidas por los inversores una vez comenzada la crisis financiera.

A continuación presentamos la Base de Datos Coste de Financiación, elaborada incluyendo transacciones efectuadas en el mercado primario y que permite realizar la estimación del coste de financiación de las transacciones de deuda que la constituyen.

Seguidamente analizamos las diferentes fases de la crisis con el objetivo de analizar el contexto en el que las instituciones del sector SSA han efectuado su actividad de financiación y valorar la adaptación de dicha actividad a los cambios de la situación económica y financiera global. Para ello estudiamos los cambios de los principales indicadores económicos y las decisiones en materia de política monetaria. Dada su relación con la actividad de emisión de deuda, establecemos los cambios acontecidos en las curvas de tipo de interés durante las diferentes fases. Acabamos este capítulo estableciendo la relación entre la evolución del coste de financiación estimado de las IFIS europeas y el producto interior bruto de la Eurozona.

2. El coste de financiación

El coste de financiación se define como el tipo de interés que paga una institución por los fondos necesarios para el desarrollo de su actividad. Este coste constituye una de las variables esenciales de toda institución financiera ya que su principal fuente de beneficios viene determinada por la diferencia entre el coste de los fondos obtenidos y el tipo de interés al que son remuneradas sus operaciones de activo.

En el caso de las IFIS, el coste de financiación es determinado por el coste al que obtienen los recursos financieros necesarios a través de la emisión de bonos en el mercado primario¹⁶¹. Una vez emitidos dichos bonos, estos son negociados por los inversores en el mercado secundario. El precio de negociación en el mercado secundario de los bonos emitidos constituye la referencia de partida a la hora de determinar el precio de acceso de cada emisor al mercado primario.

¹⁶¹ El coste de los recursos se calcula generalmente utilizando el concepto del *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) que tienen en cuenta tanto la financiación en forma de acciones aportada por los accionistas como la financiación a través de deuda. En el caso de las IFIS consideramos que el coste del capital es nulo ya que estas instituciones no pagan dividendos a los países miembros sobre sus aportaciones de capital. Por tanto, su coste de financiación es equivalente al tipo de interés medio que pagan por su endeudamiento.

Gran parte de las operaciones de financiación efectuadas por las IFIS a través del mercado primario de emisión de deuda van acompañadas de un producto derivado a través del que se realiza la cobertura del riesgo de mercado, es decir, riesgo sobre el tipo de interés y riesgo sobre el tipo de cambio. Si una institución concreta efectuase esta cobertura para todas sus transacciones de deuda de manera sistemática, siguiendo unos criterios de gestión de balance concretos, podría comparar el coste de financiación de todas las emisiones de deuda efectuadas. Esto es debido a que dicho coste de financiación sería homogéneo ya que vendría establecido en una variable comparable, es decir, en una divisa determinada y a un tipo de interés concreto, fijo o variable, independientemente del mercado y la estructura de cupón bajo la cual son obtenidos los recursos financieros.

Sin embargo, aunque una organización establezca su balance en una moneda determinada, siempre puede mantener posiciones de tesorería en divisa en función de la naturaleza de su estrategia de gestión. En este caso, aunque no exista una cobertura completa del riesgo de mercado, podrá calcular un coste de financiación comparable de sus transacciones de deuda efectuando una serie de estimaciones a partir de la información financiera resultante de la actividad de los mercados internacionales de capital. De este modo, puede estimarse el coste de financiación resultante tras una cobertura hipotética de los riesgos de mercado inherentes a cada transacción, homogeneizado así los costes de financiación de cada transacción en términos de divisa y tipo de interés. Este procedimiento permitirá igualmente la obtención del coste de financiación medio.

El coste de financiación que incluya la cobertura de riesgos de las transacciones de deuda efectuadas por cada institución no es de información pública. Por lo tanto, a la hora de analizar y comparar los costes de financiación, el observador habrá de estimar un coste de financiación que incluya todos los costes y coberturas asociados a cada una de las emisiones.

2.1. Estimación del coste de financiación

Para poder comparar los costes de financiación de las diferentes transacciones de una entidad, calcular su coste medio y poder comparar la gestión de su actividad de financiación con la de otras instituciones similares que operen en los mercados internacionales de capital habrá de

establecerse un método de estimación que lo permita. El método que propondremos a continuación es empleado por los diferentes agentes de los mercados internacionales de capital para efectuar los análisis de comparación o *benchmarking*.

Tenemos como objetivo el dar respuesta a dos problemáticas: la estimación del coste de financiación de las transacciones ya efectuadas por una entidad en diferentes mercados o momentos de tiempo y la estimación del coste de financiación de futuras emisiones de deuda para evaluar la pertinencia de transacciones potenciales.

Para resolver la primera necesitamos una metodología que nos permita calcular en términos relativos el coste de financiación de las transacciones efectuadas por una institución en el instante en el que esta accede al mercado. Es decir, si una entidad determinada realiza una transacción en dólares con vencimiento dentro de cinco años y un cupón del 3%, tendremos que establecer un mecanismo que nos permita comparar dicha transacción con otras efectuadas anteriormente por la misma entidad en mercados, vencimientos y cupones diferentes. Nos deberá igualmente permitir la comparación de dos transacciones efectuadas en dos mercados diferentes, por ejemplo dólar y euro. También nos interesará poder comparar los términos de dicha transacción con los de otras entidades pertenecientes o no al sector de mercado al que pertenece la institución emisora. Para hacer frente a esta problemática, desarrollaremos y propondremos una metodología a partir de las emisiones de deuda efectuadas en el mercado primario.

La segunda problemática consiste en poder estimar el coste de financiación hipotético de una transacción a efectuar en el mercado elegido y a un vencimiento concreto en un momento determinado. Para ello se podrán realizar una serie de estimaciones a partir de las cotizaciones en el mercado secundario de transacciones comparables efectuadas con anterioridad por la misma entidad o por instituciones pertenecientes al mismo sector.

2.2. Propuesta Metodológica para la estimación del coste de financiación

Para poder comparar el coste de financiación de las emisiones de bonos realizadas o realizables por diferentes instituciones en diferentes mercados y vencimientos establecemos una variable comparable. La metodología presentada tiene en cuenta las diferencias entre las

dos problemáticas planteadas, es decir, el estimar el coste de financiación de transacciones pasadas y el de transacciones potenciales futuras. Para efectuar el cálculo del coste de financiación de las emisiones realizadas, hemos elaborado una base de datos compuesta por transacciones de bonos efectuadas en el mercado primario. Para efectuar el cálculo del coste de financiación de las emisiones realizables contamos con la información suministrada por las agencias de información financiera, la cual incluye la cotización de dichas transacciones en el mercado secundario.

Por tanto, cuando apliquemos esta metodología a transacciones del mercado primario que han sido integradas en la Base de Datos Coste de Financiación obtendremos estimaciones de transacciones pasadas o realizadas. Sin embargo, cuando apliquemos la metodología propuesta a las cotizaciones de las transacciones en el mercado secundario, obtendremos estimaciones del coste de financiación potencial de transacciones futuras o realizables. Establecemos así una metodología que permite comparar las transacciones de deuda realizadas y realizables en diferentes mercados, lanzadas en diferentes momentos, con vencimientos distintos, por una misma institución o por diferentes instituciones.

La metodología propuesta para la estimación del coste de financiación de emisiones de deuda se divide en seis etapas:

1. Diferenciación de los datos de partida de la estimación entre datos provenientes del mercado primario y datos provenientes del mercado secundario.
2. Conversión del rendimiento en tipo fijo a rendimiento en tipo variable comparable.
3. Conversión de las emisiones realizadas en euro a tipo variable comparable.
4. Conversión a un mercado de referencia del rendimiento a tipo variable comparable. Hemos elegido el mercado euro como mercado de referencia.
5. Determinación de las cargas financieras aplicadas por las contrapartidas de los productos derivados.
6. Estimación del coste de financiación final, es decir, con todos los costes de la emisión incluidos.

Dado el alto número de transacciones tenidas en cuenta y la necesidad de observar la evolución en el tiempo de la variable comparable *coste de financiación estimado*, hemos elegido el análisis gráfico como soporte de presentación para las series de datos obtenidas.

2.2.1. Diferenciación del origen de los datos para efectuar las estimaciones: mercado primario y mercado secundario

Cuando se trata de efectuar la estimación del coste de financiación de una transacción efectuada en el mercado primario, partimos del coste de financiación en términos de rendimiento fijo y establecemos la relación de la valoración de dicha transacción en términos de rentabilidad fija con la curva de derivados sobre tipo de interés, *Interest Rate Swap (IRS)*. Este paso nos permite obtener una variable comparable de las diferentes transacciones en términos variables (Satyajit, 1998).

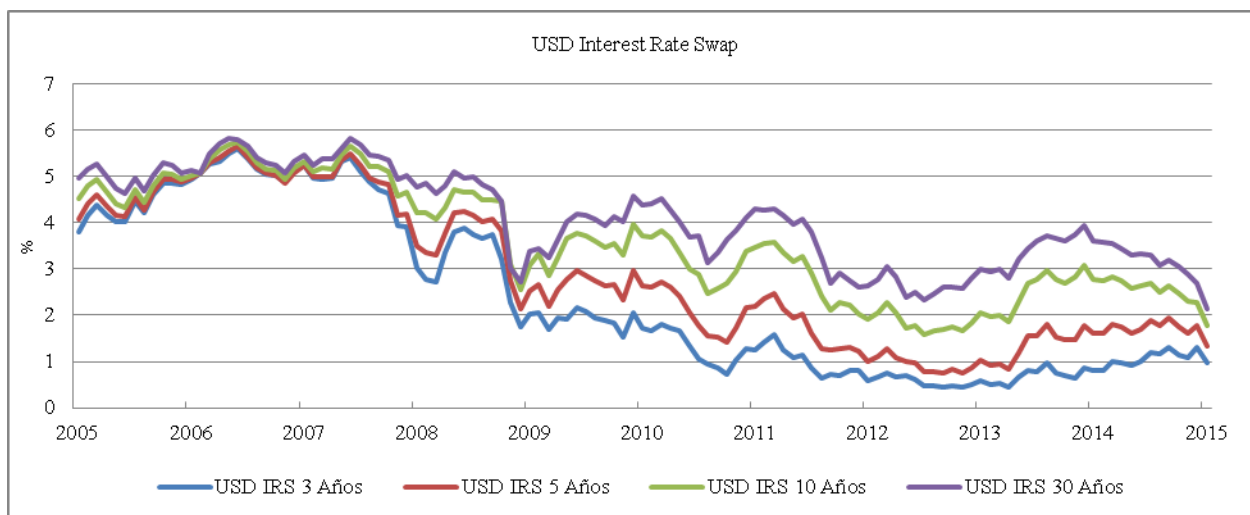
Cuando se trata de efectuar la estimación del coste de financiación potencial de una nueva transacción o de comparar la cotización de diferentes bonos en el mercado secundario, lo haremos a partir de las cotizaciones proporcionadas para un bono concreto, con cupón y vencimiento determinados, por suministradores de información financiera en tiempo real, principalmente Bloomberg y Reuters. La rentabilidad acordada en cada transacción de compra-venta efectuada en el mercado secundario puede ser considerada como punto de partida para realizar la estimación del coste de financiación de transacciones futuras. El rendimiento de un bono en el mercado secundario es determinado como un interés a tipo fijo por lo que al compararlo con la curva de derivados sobre el tipo de interés obtenemos el rendimiento equivalente a tipo variable.

2.2.2. Conversión del rendimiento en tipo fijo a rendimiento en tipo variable comparable

Una vez obtenido el rendimiento de un bono emitido en el mercado primario o la última cotización, *last trade*, de un bono negociado en el mercado secundario, comparamos su rentabilidad, calculada en términos fijos, con la cotización media, *mid market*, de la curva de derivados sobre tipo de intereses. Si el vencimiento del bono se efectúa al cabo de un número de años exacto, la comparación entre el rendimiento del bono y la curva de derivados sobre tipo de interés es directa. De no ser un vencimiento en número de años exacto, realizamos una interpolación con el objetivo de obtener una estimación lo más adecuada posible respecto al vencimiento del bono.

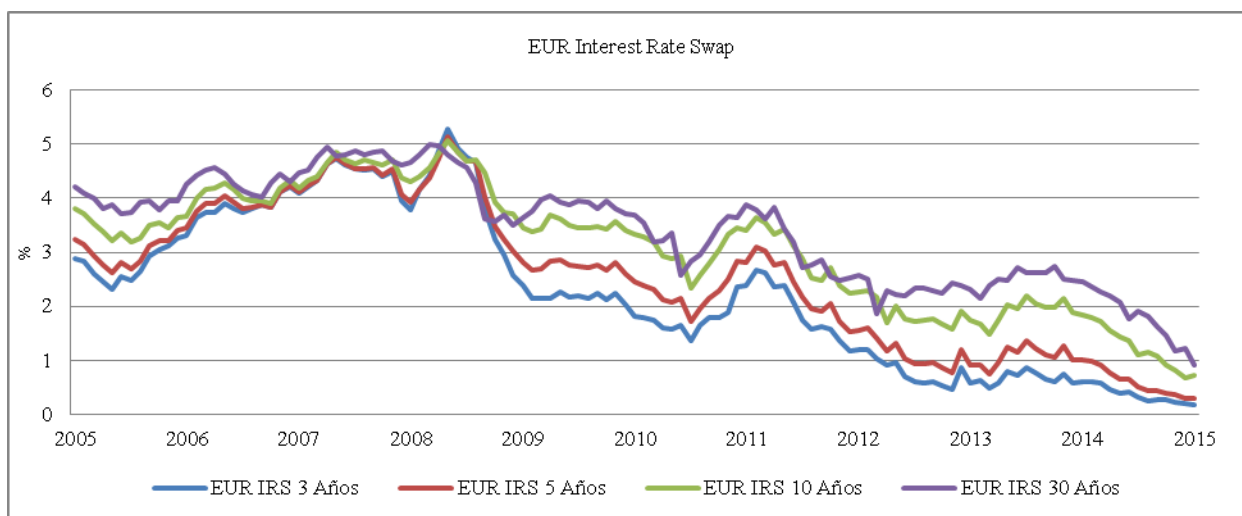
Tomamos como ejemplo un bono denominado en dólares al que le quedan cinco años exactos de vida. La rentabilidad bajo la que se efectuó la última compra-venta de dicho bono en el mercado secundario fue de 4.5% y el producto derivado a tres meses sobre tipo de interés a ese mismo vencimiento es del 4.75%. Por tanto, si realizase el día de cálculo de la estimación una operación similar, el coste de financiación estimado de ese emisor, en ese mercado y a ese vencimiento, sería de LIBOR 3 meses (*London Interbank Offered Rate*) menos 25 puntos básicos. Determinamos de esta manera el coste de financiación equivalente a tipo variable en su mercado de origen de un bono de cupón fijo.

Gráfico 78. Evolución USD IRS 3, 5 y 10 años en el periodo 2005-2015. Tipo fijo contra Libor 3 meses.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Gráfico 79. Evolución EUR IRS 3, 5 y 10 años en el periodo 2005-2015. Tipo fijo contra Euribor 3 meses.

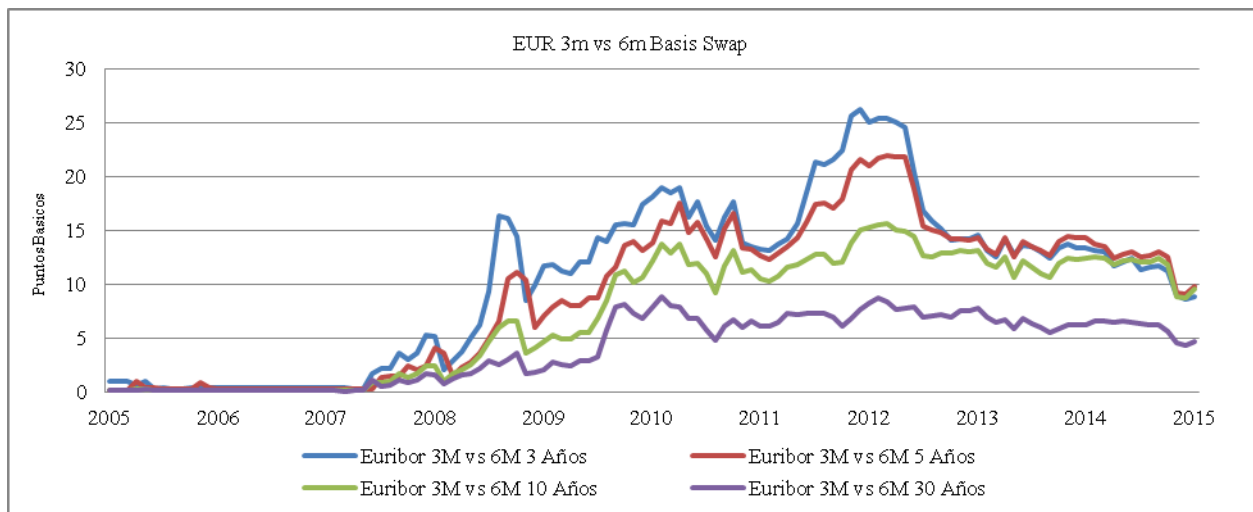


Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

2.2.3. Conversión de las emisiones realizadas en euros.

En el caso de las emisiones realizadas en EUR con cupón a tipo de interés fijo, obtenemos su coste de financiación variable a través de un swap de tipo de interés. En este mercado el tipo variable de referencia es el Euribor 6 meses. Por lo tanto habrá que realizar un segundo cálculo de equivalencia para obtener el tipo de interés Euribor 3 meses. Esta conversión se realiza aplicando el *Basis Swap EUR 6m vs 3m*, cuya volatilidad ha sido muy significativa durante el periodo de estudio.

Gráfico 80. Evolución EUR 3m vs 6m *Basis Swap* 3, 5, 10 y 30 años en el periodo 2005-2015. Euribor 3 meses contra Euribor 6 meses.



Fuente: Elaboración propia con datos de ICAP

2.2.4. Conversión a un mismo mercado de referencia del rendimiento a tipo variable comparable.

Para estimar el coste de financiación comparable entre diferentes mercados, comparamos el coste de financiación estimado a tipo variable en un mercado determinado con la curva de derivados sobre tipo de divisa que nos permita pasar a otro mercado. Dado que nuestro objetivo es conseguir la comparabilidad de las transacciones, debemos decidir cuál será el mercado de referencia en el que estimemos todos los costes de financiación de las transacciones realizadas.

Debemos por tanto establecer una variable comparable en un mercado determinado. Dado que el foco principal de la Tesis son las instituciones financieras internacionales europeas y que la deuda mantenida en sus balances se encuentra mayoritariamente denominada en euros a tipo variable, elegimos el euro como mercado de referencia y el Euribor (*Euro Interbank Offered Rate*) con frecuencia de tres meses, Euribor 3 meses, como variable comparable. Todos los costes de financiación estimados en esta Tesis se expresan por tanto en Euribor 3 meses más un diferencial.

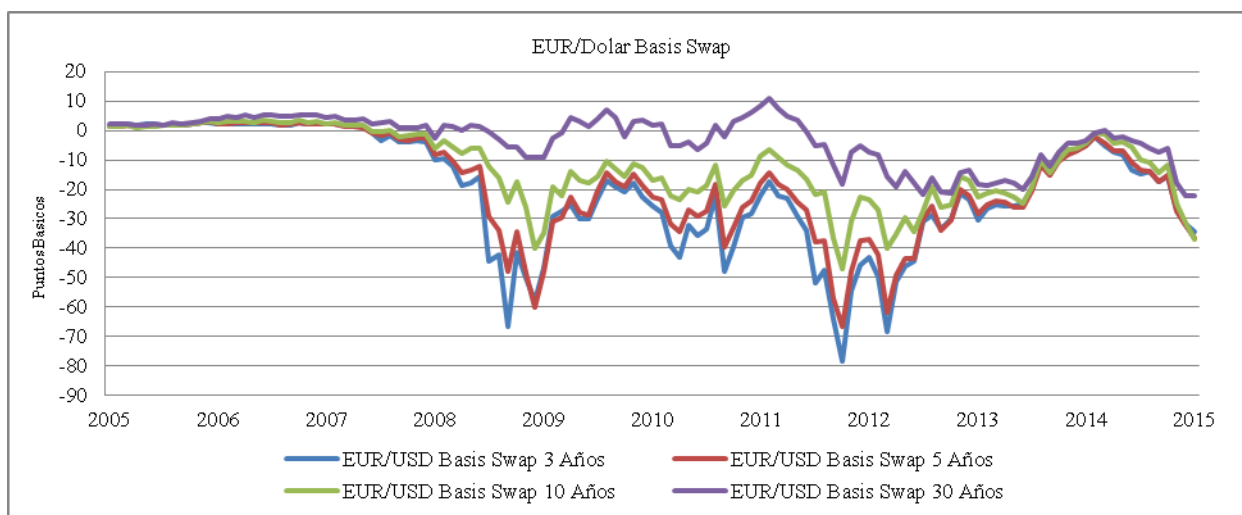
Siguiendo el ejemplo anterior, bajo el cual la transacción es efectuada en dólares, una vez obtenido el coste de financiación estimado a tipo variable equivalente al rendimiento a tipo fijo, en un momento determinado, efectuaremos una nueva equivalencia. Calcularemos una estimación del coste de financiación en Euribor 3 meses a partir del coste de financiación estimado en Libor 3 meses utilizando la curva USD/EUR de productos derivados de divisa, *basis swap*. Si suponemos que esta operación cuesta al emisor 5 puntos básicos, el coste de financiación final estimado será de Euribor 3 meses menos 20 puntos básicos. Vemos así que en caso de que la emisión de origen fuese efectuada en otra divisa diferente al euro, el coste de financiación a tipo variable obtenido una vez aplicada la curva de *IRS* del mercado de origen se transformará en Euribor 3 meses a través de la curva *Basis Swap*. De este modo, el coste de financiación de una emisión lanzada en dólar a tipo de interés fijo será convertido primero en dólar a tipo de interés variable (Libor 3 meses) y seguidamente en euro a tipo de interés variable (Euribor 3 meses), obteniendo un coste de financiación estimado comparable para las diferentes emisiones, que vendrá determinado en Euribor 3 meses.

En el trabajo realizado no incluimos emisiones de bonos estructuradas o con opciones. No obstante, el cálculo del coste de financiación estimado podría seguir efectuándose, utilizando las herramientas de cálculo financiero necesarias, integrando la estructura y las diferentes opciones de la transacción en el cálculo para obtener un coste de financiación estimado a tipo variable que incluya su valor.

El gráfico número 81, muestra la gran volatilidad experimentada durante el periodo de estudio en el precio de negociación del *Basis Swap* EUR/USD. Este producto derivado es de gran importancia para las IFIS europeas a la hora de convertir en euros los recursos obtenidos en dólares. En nuestro ejemplo y en los gráficos siguientes tomamos como referencia la curva

EUR/USD pero existen curvas *Basis Swap* respecto al euro de todas las principales divisas en las que operan las IFIS europeas.

Gráfico 81. Evolución EUR/USD *Basis Swap* 3, 5, 10 y 30 años en el periodo 2005-2015. Libor 3 meses contra Euribor 3 meses.



Fuente: Elaboración propia con datos de ICAP

El proceso de conversión descrito, de un rendimiento a tipo fijo, a un rendimiento en tipo variable y a un mercado de referencia concreto, es equivalente para todas las transacciones efectuadas cualquiera que sea el mercado de origen en el que se realicen.

2.2.5. Cargas de los productos derivados

Existe una nueva variable a la hora de realizar el cálculo de las estimaciones de coste de financiación *all-in-cost*, las cargas financieras, *charges*, que aplican los bancos a la hora de establecer los contratos de productos derivados. Con anterioridad a la crisis, el precio *mid-market* de los productos derivados constituía una base fiable para la realización de estimaciones. Tras la crisis financiera, los fuertes cambios en la regularización bancaria global afectan en el proceso de creación de precios, *pricing*, de estos productos.

De esta manera, el precio de un producto derivado se verá afectado por criterios de crédito¹⁶², financiación¹⁶³ y consumo de capital¹⁶⁴ de la institución que lo realice. Dada su naturaleza y

¹⁶² El *Credit Value Adjustment (CVA)*, es un coste para el cliente de la entidad bancaria que protege a esta del deterioro de la calidad crediticia de la contrapartida.

su relación con diferentes aspectos de la gestión bancaria, estas cargas varían fuertemente de unas instituciones a otras e incluso de la relación bilateral entre dos instituciones que establezcan una operación de derivados. Dada la variabilidad de estas cargas, en nuestras estimaciones de coste de financiación incluiremos un valor único, correspondiente a las cargas sobre productos derivados, para todas las transacciones analizadas.

2.2.6. Estimación del coste de financiación con todos los gastos incluidos, *all-in cost*.

Al estimar el coste de financiación comparable incorporamos al cálculo las comisiones¹⁶⁵ pagadas por la entidad emisora a los bancos de inversión que aseguran la suscripción de los bonos emitidos, *lead managers*. También se tienen en cuenta los gastos de registro de la transacción en la bolsa en la que se realizarán las transacciones de mercado secundario, los costes legales de la emisión y otros gastos relacionados con la transacción. En nuestra estimación de coste de financiación *all-in cost* incluimos las cargas relacionadas a los productos derivados asociados con cada emisión de bonos.

Una vez tenidos en cuenta estos costes, obtenemos una estimación del coste de financiación en el momento de la emisión de la transacción que denominamos como coste de financiación con todos los gastos incluidos o *all-in cost*. Al ser nuestra referencia el Euribor 3 meses, en nuestra Tesis esta estimación de coste de financiación vendrá denominada como Euribor 3 meses *all-in cost*.

Al realizar estimaciones del coste de financiación *all-in cost* a partir de las cotizaciones del mercado secundario, ha de tenerse en cuenta la coyuntura de los mercados de deuda en el momento de realizar dicha estimación. Dicha coyuntura determina el nivel de la *prima de nueva emisión*, es decir, el diferencial positivo sobre la cotización de sus bonos en el mercado

¹⁶³ El *Funding Value Adjustment (FVA)* es un coste para el cliente de la entidad bancaria que protege a esta del coste de la financiación necesaria relacionada con el producto derivado (*margin calls*).

¹⁶⁴ *Capital Charges*, retorno requerido sobre fondos propios que incluye la institución bancaria para entrar en la transacción dada la regulación relativa al uso del capital.

¹⁶⁵ El estándar de mercado en cuanto a comisiones pagadas, sobre el valor nominal, por la entidad emisora a los *lead manager* de una emisión de bonos es el siguiente: 7,5 puntos básicos en las transacciones con dos años de vencimiento, 10 puntos básicos en las transacciones con tres años de vencimiento, 12,5 puntos básicos en las transacciones con cinco años de vencimiento, 15 puntos básicos en las transacciones con siete años de vencimiento, 17,5 puntos básicos en las transacciones con diez años de vencimiento. Estas comisiones pueden ser negociadas entre las partes.

secundario que un emisor pagará con el objetivo de encontrar suficiente demanda para los nuevos bonos que tiene intención de emitir. En una coyuntura de mercado de alta aversión al riesgo o de alta liquidez, la prima de nueva emisión en ocasiones ha de ser elevada para atraer el interés de los inversores.

3. Constitución de la Base de Datos Coste de Financiación

Para responder a la primera problemática en cuanto a la estimación del coste de financiación, es decir, la estimación del coste de financiación de las transacciones ya efectuadas, aplicamos la metodología anteriormente descrita a las emisiones de deuda efectuadas en el mercado primario.

Nuestro objetivo es el de comparar el coste de financiación de las instituciones en el momento de acceder al mercado. Para ello hemos seleccionado las principales transacciones efectuadas por los participantes del sector Sub-soberanos-Supranacionales-Agencias, otorgando especial atención a las emisiones de referencia efectuadas por los emisores europeos dentro de dicho sector. A efectos comparativos hemos incluido en la Base de Datos Coste de Financiación datos emisiones efectuadas por emisores soberanos, emisores financieros y emisores corporativos.

Todas las transacciones incluidas en la Base de Datos Coste de Financiación están constituidas por bonos emitidos con características *plain-vanilla*, es decir, son activos financieros no estructurados, con pago íntegro del nominal al vencimiento. El cupón de dichas transacciones es de tipo fijo, tienen una única fecha de vencimiento y son de talla considerada como de referencia dentro del mercado de deuda en el que cada transacción ha sido realizada. Para todas ellas existen cotizaciones en el mercado secundario, a partir de las cuales se puede seguir la evolución posterior al lanzamiento de la transacción en términos de volumen de negociación, precio y rendimiento.

Se excluyen todas aquellas emisiones con pago de cupón indexado, estructurado o variable, con opciones múltiples de vencimiento así como todas aquellas transacciones que no garanticen el pago total del principal.

Con el conjunto de las emisiones de deuda seleccionadas hemos creado una base de datos que recoge las principales características de cada uno de los bonos emitidos. Así, la base de datos cuenta con once campos principales, enumerados a continuación:

1. Nombre del Emisor
2. Fecha de Emisión
3. Fecha de Vencimiento
4. Duración
5. Moneda
6. Valor nominal
7. Spread contra *benchmark*
8. Estimación *all-in cost*
9. Estimation *3m Euribor all-in cost*
10. Bancos aseguradores de la suscripción
11. Notación financiera Standard & Poor's
12. Notación financiera Moody's

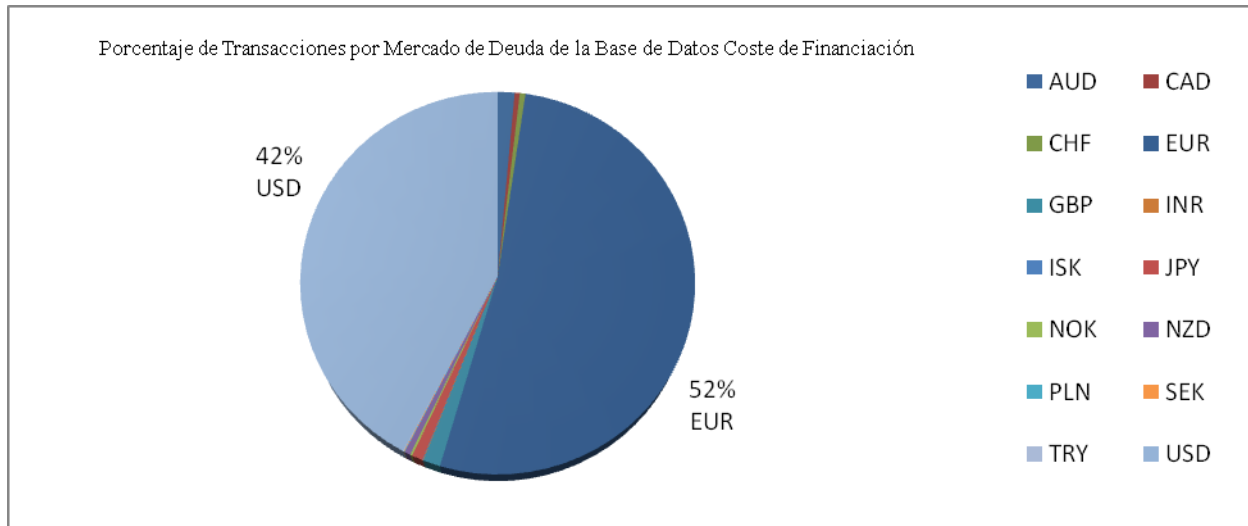
La base de datos cuenta con 2.320 referencias y ha sido constituida a lo largo de un periodo de más de diez años a partir de la información obtenida a través de Bloomberg y Reuters en el momento de ejecución de cada una de las transacciones. La primera transacción incorporada a la base de datos fue ejecutada en abril del 2005 y la última en marzo del 2015.

En términos de mercados de deuda en los que se han realizado las emisiones tenidas en cuenta, la base de datos incluye transacciones efectuadas en catorce monedas diferentes: dólar australiano, dólar canadiense, dólar neozelandés, dólar americano, euro, libra esterlina, franco suizo, yen, rupia india, corona islandesa, corona noruega, corona sueca, zloty polaco y lira turca. Hemos dado especial importancia en nuestra selección a las emisiones realizadas en euros seguidas de las realizadas en dólares norteamericanos, siendo el número respectivo de estas transacciones 1.212 y 981.

Las emisiones en libra esterlina y dólar australiano son de relativa importancia, representando respectivamente 32 y 33 transacciones en nuestra base de datos. Las demás monedas se encuentran muy lejos en términos de número de transacciones, entre una y veinte transacciones, por ser mercados de menor tamaño y en los que la participación de las

instituciones europeas es menos significativa. No obstante, las hemos incluido como referencia de la presencia de las instituciones europeas en estos mercados y con el objetivo de presentar una indicación de los costes de financiación de los mismos.

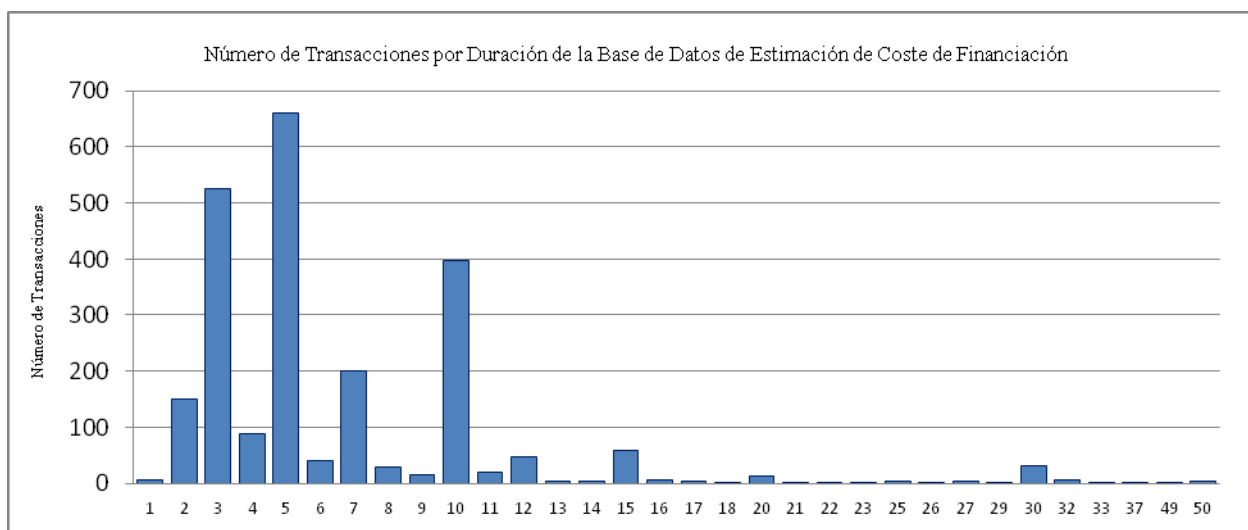
Gráfico 82. Distribución por mercados de las transacciones de la Base de Datos Coste de Financiación.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Reuters

Incluimos en la base de datos transacciones con vencimiento mínimo de un año y hasta cincuenta años, constatándose una fuerte concentración en los puntos de referencia de la curva, es decir, en los vencimientos a tres, cinco, siete, diez, quince y treinta años, con un número respectivo de 525, 661, 201, 396, 59 y 31 transacciones. Hemos redondeado los vencimientos no exactos y los medios años han sido redondeados al alza.

Gráfico 83. Vencimiento en años de las transacciones de la Base de Datos Coste de Financiación.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Reuters

Tabla 16. Número de transacciones de la Base de Datos Coste de Financiación por mercado y vencimiento.

Vencimiento en años	AUD	CAD	CHF	EUR	GBP	INR	ISK	JPY	NOK	NZD	PLN	SEK	TRY	USD	Total
1				4										2	6
2	3			40	2		1	1			1		1	100	149
3	4	1		179	8	1		2	1	5				324	525
4	7		1	42	5									33	88
5	11	4	2	307	3			6	1	3			1	323	661
6				36	3									1	40
7			3	132	1			3	1	3				58	201
8				27	1										28
9	3		1	8				1	1						14
10	2	4	3	251	2			4						130	396
11	1			19											20
12		1		43	1			1							46
13				3											3
14	1			2											3
15	1		1	56										1	59
16				6											6
17				3											3
18				2											2
20				11	1			1							13
21				1											1
22				2											2
23				1											1
25				1	1									1	3
26				1											1
27				3											3
29				1	1										2
30				20	2			1				1		7	31
32				6											6
33				2											2
37														1	1
49				1											1
50				2	1										3
Total	33	10	11	1 212	32	1	1	20	4	11	1	1	2	981	2 320

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Reuters

En términos de volumen, las emisiones registradas no han sido valorizadas en una única moneda de referencia. Por tanto, el total de las transacciones analizadas representan 5.217.008.000 unidades monetarias. De las cuales, 2.341.112.000 son emisiones en euros y 1.893.271.00 son emisiones en dólares. Porcentualmente esto representa el 42,43% sobre el total de unidades monetarias para las transacciones en euros y el 34,32% para las transacciones en dólares.

3.1. Resultados de la Base de Datos Coste de Financiación

La Base de Datos Coste de Financiación permite analizar el coste de financiación de cada emisor en los diferentes mercados de deuda y a diferentes vencimientos. Obtenemos así una estimación del coste de financiación que nos permite comparar unas instituciones con otras, pertenecientes o no a la misma categoría en cuestión de riesgo de crédito.

Además de cumplir con nuestros objetivos en cuestión de estimación del coste de financiación en el mercado primario, la Base de Datos Coste de Financiación permite analizar el comportamiento del sector SSA en diferentes momentos de tiempo y también su adaptación al contexto económico y financiero global para la ejecución de su actividad de financiación.

3.1.1. Comparación de costes de financiación estimados dentro del sector SSA

El método expuesto anteriormente facilita la posibilidad de poder comparar emisiones realizadas tanto por un mismo emisor como por emisores diferentes en los distintos vencimientos en los que efectúen sus emisiones. Así, el coste medio estimado de cada entidad, podremos compararlo con los costes de financiación medios de los otros participantes del sector. En la tabla número 17 presentamos como ejemplo una serie de transacciones comparables efectuadas dentro del sector SSA en el año 2006, año anterior al comienzo de la crisis financiera, en la que observamos como los diferenciales del coste de financiación estimado son muy reducidos.

Todo emisor de deuda sigue, en un ejercicio de *benchmarking*, la actividad de financiación llevada a cabo por los demás participantes del sector al que pertenece para estimar su coste de financiación potencial en cada uno de los posibles vencimientos de los mercados en los que participe. Además, este análisis, permite examinar el acceso que tienen a los mercados financieros internacionales como emisores de deuda, en términos de demanda y coste de financiación, los países e instituciones a los que las instituciones del sector SSA sus conceden préstamos.

Tabla 17. Coste de Financiación Estimado del sector SSA en el mercado primario USD en 2006.

Emisor	Vencimiento	Millones	Coste en Euribor 3m	Origen del Emisor
Rentenbank	2	1 000	Euro - 14	Alemán
Banco Europeo de Inversiones	3	3 000	Euro - 15	Supranacional
Rentenbank	5	1 250	Euribor - 9	Alemán
Nordic Investment Bank	5	1 000	Euribor -14	Supranacional
Instituto de Crédito Oficial	5	1 000	Euribor - 11	Español
InterAmerican Development Bank	5	1 000	Euribor - 13	Supranacional
International Finance Corporation	5	1 000	Euribor -13	Supranacional
Banco Europeo de Inversiones	5	3 000	Euribor - 14	Supranacional
Kommuninvest	5	1 000	Euribor -4	Sueco
Rentenbank	5	1 500	Euribor -9	Alemán
Council of Europe Development Bank	5	1 000	Euribor - 16	Supranacional
CADES	7	1 000	Euribor -12	Francés
Banco Europeo de Inversiones	7	1 000	Euribor - 13	Supranacional
Banco Europeo de Inversiones	10	2 000	Euribor - 12	Supranacional
Oesterreichische KontrollBank	10	1 000	Euribor - 12	Austriaco
Banco Mundial	10	1 000	Euribor -14	Supranacional
Eurofima	10	1 000	Euribor - 8	Supranacional
Asian Development Bank	10	1 000	Euribor -15	Supranacional
Banco Europeo de Inversiones	30	1 000	Euribor - 7	Supranacional

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Reuters

La estimación del coste de financiación comparable sirve igualmente para comparar transacciones efectuadas por un mismo emisor en diferentes mercados, vencimientos o momentos de tiempo.

En la tabla 18, hemos tomado como ejemplo una serie de transacciones de referencia realizadas por la agencia alemana KfW un año antes del comienzo de la crisis de liquidez en dos mercados diferentes, el europeo y el norteamericano, a diferentes vencimientos. Hemos elegido estos dos mercados por ser los de mayor volumen. En términos del emisor elegido, KfW es relevante como ejemplo ya que, además de mantener una participación recurrente en ambos mercados, es uno de los más importantes en términos de volumen dentro del sector SSA, superado en su volumen de emisión anual únicamente por el Banco Europeo de Inversiones.

Tabla 18. Coste de Financiación Estimado de KW en los mercados primarios EUR y USD en 2006.

Fecha Emisión	Vencimiento	Moneda	Millones	Coste en Euribor 3m
28/10/2005	3	EUR	5 000	-6
08/06/2005	5	EUR	4 000	-4
08/11/2005	3	USD	2 000	-15
23/06/2005	4	USD	1 000	-15
13/04/2005	5	USD	2 000	-13
21/07/2005	10	USD	1 000	-15
08/02/2006	3	EUR	2 000	-12
14/06/2006	3	EUR	5 000	-9
10/01/2006	15	EUR	5 000	Flat
11/05/2006	3	USD	3 000	-14
07/06/2006	4	USD	1 000	-15
11/01/2006	5	USD	3 000	-13
06/04/2006	7	USD	1 000	-14
06/03/2006	10	USD	1 000	-12
19/05/2006	10	USD	1 000	-12

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Reuters

3.1.2. Comparación de costes de financiación estimados entre el sector SSA y otros sectores del mercado

Para poder contextualizar estos costes de financiación estimados dentro de los mercados financieros internacionales los comparamos con los costes de financiación estimados de otros sectores del mercado clasificados por calificación crediticia.

En la tabla 19, tomando como referencia el año anterior al comienzo de la crisis financiera, 2006, se pone de manifiesto la ventaja competitiva del sector SSA, en cuanto al coste de financiación estimado en la obtención de recursos financieros, cuando es comparado con el resto de los emisores de deuda en los mercados financieros internacionales. Observamos igualmente que, en los diferentes sectores del mercado y en especial dentro del sector SSA, los diferenciales en términos de coste de financiación estimado entre emisores con notaciones crediticias importantes no son elevados, corroborando así que los diferenciales de crédito son

reducidos en ese momento al igual que los diferenciales ligados al vencimiento de las transacciones efectuadas.

Tabla 19. Coste de Financiación Estimado por sectores y calificación crediticia en Euribor 3m, abril del 2006.

Sector	Vencimiento	Aaa/AAA	AA1/AA+	Aa2/AA	Aa3/AA-	A1/A+	A2/A
Gobiernos, Supranacionales y Agencias	5 Años	-14	-16	-8	-7	-	-4
	7 Años	-16	-15	-8	3	-	3
	15 Años	-16	-16	-6	10	-	9
Entidades Financieras	5 Años	3	8	8	11	13	20
	7 Años	5	10	10	25	27	30
	15 Años	-	18	20	25	28	30
Corporaciones	5 Años	-5	-1	Flat	5	11	22
	7 Años	Flat	9	10	11	15	28
	15 Años	-	23	25	28	38	45

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Reuters

Realizamos a continuación una estimación de costes de financiación similar por sectores, vencimientos y notación financiera, pero esta vez analizando los costes de financiación estimados a finales del año 2013, es decir, tras el impacto de la crisis de liquidez y la crisis de deuda soberana europea.

Tabla 20. Coste de Financiación Estimado por sectores y calificación crediticia en Euribor 3m, diciembre 2013.

Sector	Vencimiento	Aaa/AAA	AA1/AA+	Aa2/AA	Aa3/AA-	A1/A+	A2/A
Gobiernos, Supranacionales y Agencias	3 Años	-25/-5	-15/0	-10/+10	0/20	+10/+30	+20/+40
	5 Años	-15/+10	-5/+15	+5/+25	+10/+30	+30/+50	+40/+60
	10 Años	0/+30	20/40	+35/+55	+40/+60	+60/+80	+70/+90
Entidades Financieras ¹⁶⁶	3 Años	-12 / +2	-	+40/+55	40/+55	+40/+55	+40/+55
	5 Años	-5 / +15	-	+55/+70	+55/+70	+55/+70	+55/+70
	10 Años	+5 / +35	-	+75/+90	+75/+90	+75/+90	+75/+90
Corporaciones	3 Años	-	-	-	-	0/+45	+20/+50
	5 Años	-	-	+10/+40	+20/+50	+10 / +75	+30/+70
	10 Años	-	-	+30/+60	+40/+70	+70/+100	+40/+120

Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Reuters

¹⁶⁶ Las transacciones AAA del sector financiero corresponden a emisiones *covered bonds*.

La comparación de las tablas 19 y 20 nos permite constatar una serie de diferencias en cuanto al coste de financiación estimado de las transacciones llevadas a cabo en los mercados de deuda por las diferentes categorías de emisores en dos momentos diferentes, 2006 y 2014, que reflejan coyunturas económicas y financieras muy diferentes.

En primer lugar, constatamos una reducción de los vencimientos de las transacciones realizadas, por lo que hemos tomado los vencimientos a tres, cinco y diez años para las estimaciones de la actividad emisora del 2013. En segundo lugar, las diferencias del coste de financiación para emisores de un mismo sector y una misma calificación crediticia eran muy similares en el año 2006, mientras que dejan de serlo en el 2013. Por ello, presentamos rangos de coste de financiación estimado en la actividad de financiación del año 2014. En tercer lugar, constatamos un aumento significativo de los diferenciales de coste de financiación estimado entre calificaciones crediticias diferentes, vencimientos y sectores. Este aumento de los costes de financiación estimado de los emisores de deuda es significativo independientemente de la categoría crediticia a la que pertenece cada uno de ellos.

3.1.3. Aspectos generales de la actividad del sector SSA en el mercado primario

Presentamos a continuación los patrones principales observados al analizar a través de la Base de Datos Coste de Financiación el comportamiento como emisor de deuda del sector SSA, de algunos de sus subsectores y de ciertas instituciones emisoras concretas. Analizaremos particularmente su comportamiento respecto a la elección de los mercados de emisión y los principales condicionantes de la evolución de sus diferenciales de rendimiento, *spreads*, respecto a los bonos de referencia, principalmente el bono alemán para los bonos emitidos por instituciones supranacionales y los bonos gubernamentales de cada país en el caso de las agencias.

Dentro del sector SSA europeo, el volumen total de emisiones en euros es mayor que el volumen total de emisiones en dólares, siendo un motivo importante el que no todos los emisores del sector tienen acceso a este mercado. Mientras que los bancos de desarrollo europeo acceden con frecuencia al mercado dólar, los mecanismos de ayuda financiera, por ejemplo, limitan sus transacciones al mercado euro.

Respecto a otros participantes del mercado de deuda europeo, los *spreads* de los emisores SSA son los más cercanos a los tipos de rendimiento de los emisores soberanos. Se confirma su alta calidad crediticia respecto a otras instituciones de mercado ya que el rendimiento de sus bonos es muy cercano al de los bonos gubernamentales de cada país en el caso de las agencias y al de los países de mayor notación financiera en el caso de las instituciones supranacionales. El hecho de que los emisores soberanos sean los accionistas de las instituciones del sector SSA ocasiona un nivel de correlación importante en la evolución de los precios de mercado secundario entre los primeros y las segundas.

La preponderancia de las emisiones en euros y dólares corresponde plenamente a la distribución estratégica de la emisión de deuda de las IFIS Europeas, todas ellas con una participación muy importante en el mercado dólar. En el caso del Banco Europeo de Inversiones, las emisiones en dólares cuentan por un tercio de la actividad de emisión total dada la fuerte diversificación de las fuentes de financiación de esta institución y su fuerte presencia en el mercado del euro. Tanto el Banco de Desarrollo del Consejo de Europa como el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo tienen un mayor porcentaje de sus emisiones en dólares. Los *spreads* de estas instituciones se encuentran entre los más ajustados del mercado.

Dentro de las agencias de emisión nacionales la agencia alemana KfW mantiene una diversificación importante de sus mercados de deuda y sus diferenciales de rendimiento respecto al bono alemán, al ser una institución garantizada por el gobierno alemán, se encuentran entre los más reducidos del mercado. A partir de enero del 2014 varias agencias emisoras alemanas fueron explícitamente garantizadas por el gobierno alemán, lo que hace que sus diferenciales respecto a la deuda gubernamental de su país se estrechen significativamente. Este es el caso de Rentenbank, con garantía directa del gobierno alemán y en el caso de FMSWERT, con garantía de SoFFin, *Financial Market Stabilisation Fund*.

Los emisores de los países nórdicos efectúan un volumen importante de sus emisiones de deuda en dólares ya que su alta calidad crediticia hace que exista una fuerte demanda por parte de los inversores de bonos denominados en dólar. Dicha calidad crediticia les permite mantener unos *spreads* muy ajustados.

3.2. Estacionalidad de la actividad emisora

Los resultados de la Base de Datos Coste de financiación presentan una fuerte estacionalidad. En los dos primeros meses de año se concentran un mayor número de transacciones, especialmente en enero. Marzo suele presentar una ralentización de la actividad del mercado primario. A continuación, siguen abril, mayo, septiembre y octubre como meses en los que la actividad emisora mantiene un grado de concentración importante. Junio presenta regularmente un menor volumen de emisión. Dependiendo de la coyuntura financiera, julio puede presentar un nivel de emisión intermedio. La actividad en agosto es reducida salvo en ocasiones en las que la volatilidad es elevada y las oportunidades de emisión pueden interrumpir la pausa estival. Noviembre y diciembre son los meses de menor actividad emisora, siendo el último mes del año el que presenta menor número de transacciones.

4. Transformación del mercado secundario SSA frente a los cambios coyunturales

El seguimiento de las cotizaciones de los bonos negociados en el mercado secundario permite a los emisores contar con una primera referencia para establecer el precio de sus futuras transacciones. Inversores y emisores siguen de cerca la evolución del mercado secundario ya que integra los factores de rentabilidad y riesgo tal y como son percibidos por los diferentes agentes de mercado. La comparación de las cotizaciones del mercado secundario de un emisor concreto o de un sector respecto al activo financiero sin riesgo de ese mercado, permite efectuar el cálculo de la prima de riesgo de cada emisor a diferentes vencimientos.

Recuadro 18. Prima de riesgo.

La prima de riesgo es el exceso de rendimiento sobre la tasa de retorno sin riesgo que ofrece una determinada inversión. La prima de riesgo compensa al inversor por la toma de riesgo adicional en la compra de un activo diferente al activo que ofrece la tasa de retorno sin riesgo. Dentro de la Eurozona el bono alemán con vencimiento a diez años es considerado como el activo sin riesgo y el rendimiento que ofrece es la tasa de retorno sin riesgo. Al comparar el rendimiento de las emisiones de deuda emitidas en euros con este activo sin riesgo, la prima de riesgo está constituida por la diferencia de rendimiento entre los dos activos financieros.

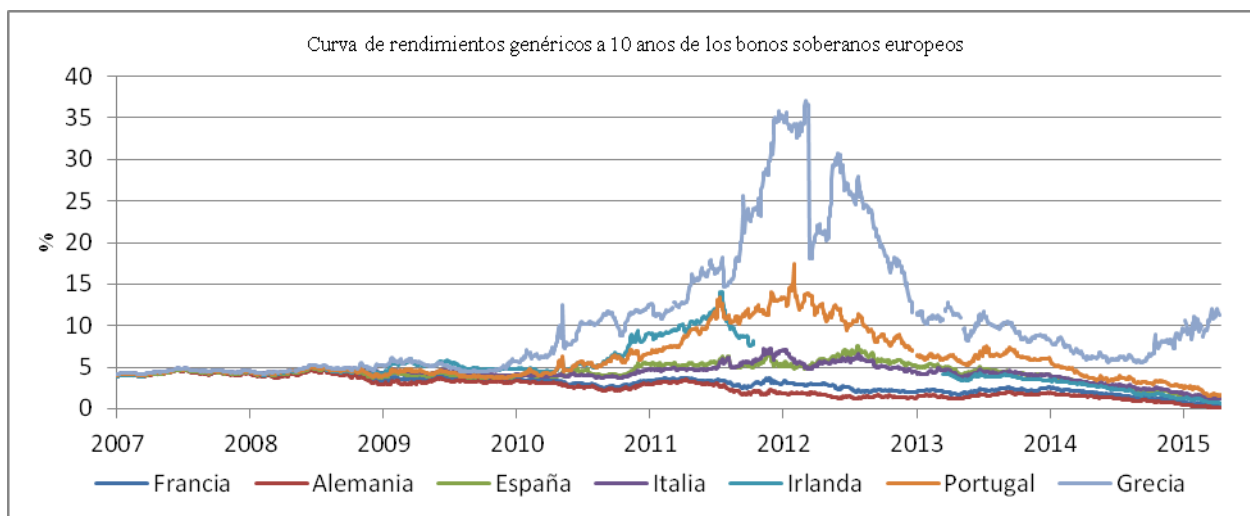
Recuadro 19. La prima de riesgo española.

En 1993, durante la recesión de los años noventa, la prima de riesgo del bono a diez años español respecto al bono alemán comparable llegó a los 545 puntos básicos. Desde 1999 hasta finales del 2001 se mantiene en torno a los 30 puntos básicos. En el 2002 empieza a descender y a finales del 2004 llega a ser momentáneamente negativa, rozando los -6 puntos básicos.

En el verano del 2007, con la crisis de liquidez, la prima de riesgo española comienza a aumentar rápidamente y tras la quiebra de Lehman Brothers supera los 100 puntos básicos en el primer trimestre del 2009. Tras un descenso de algunos meses comienza a crecer rápidamente al desencadenarse la crisis de deuda soberana europea alcanzando un máximo histórico en torno a los 640 puntos básicos en julio del 2012. A partir de ese momento comienza a establecerse una tendencia a la baja continuada y el 2 de abril del 2015 se sitúa en los 103 puntos básicos.

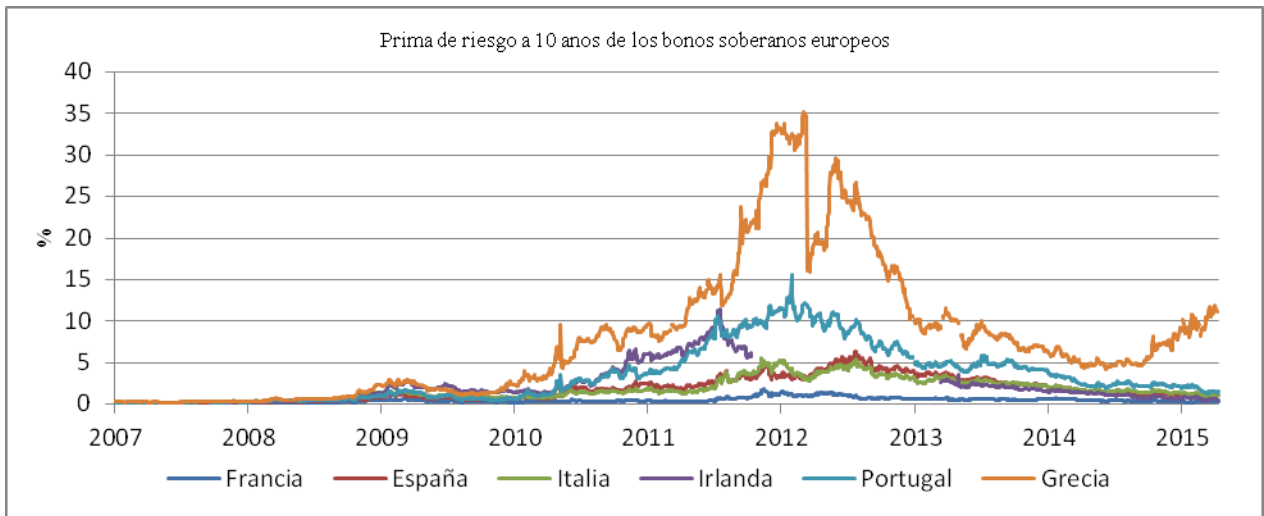
Al ser el mercado de deuda soberana la referencia más importante del sector SSA, establecemos, en el gráfico número 84, la evolución de las cotizaciones del mercado secundario de los bonos soberanos. En el gráfico número 85 calculamos los diferenciales de los bonos soberanos elegidos respecto al bono alemán para calcular la evolución de la prima de riesgo de cada país. Utilizamos para esta comparación los bonos a diez años.

Gráfico 84. Cambios en el rendimiento de la deuda soberana europea.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Gráfico 85. Cambios en la prima de riesgo de la deuda soberana europea.

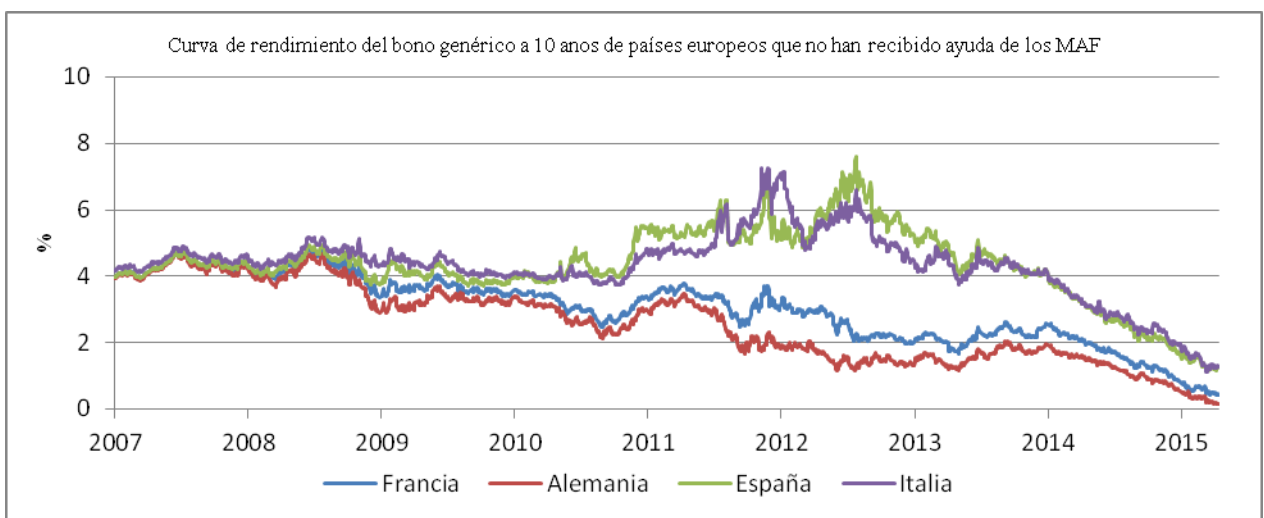


Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Como vemos en los gráficos número 84 y 85, tanto el incremento del rendimiento de los bonos en el mercado secundario como la prima de riesgo son significativamente más elevados en los países que han recibido ayuda financiera.

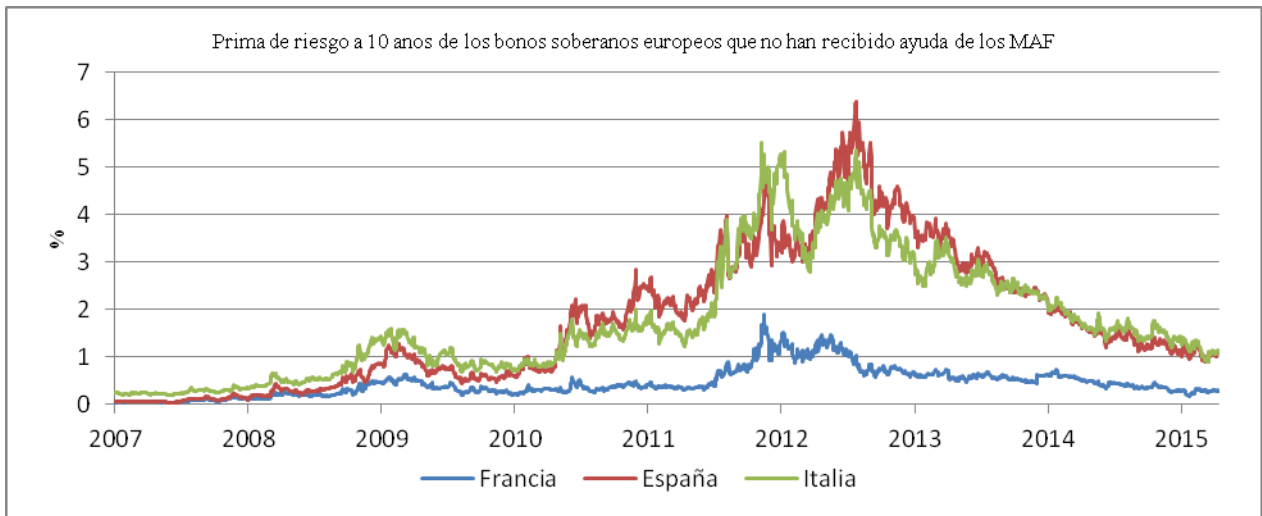
En los gráficos número 86 y 87 presentamos la evolución del rendimiento y de la prima de riesgo de Francia, Italia y España para poder así apreciar con mayor claridad su evolución, observando un aumento significativo de las primas de riesgo de Italia y España como consecuencia de la crisis de deuda soberana europea, que tiene menor repercusión en Francia.

Gráfico 86. Cambios en el rendimiento de la deuda de países europeos que no han recibido ayuda financiera.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

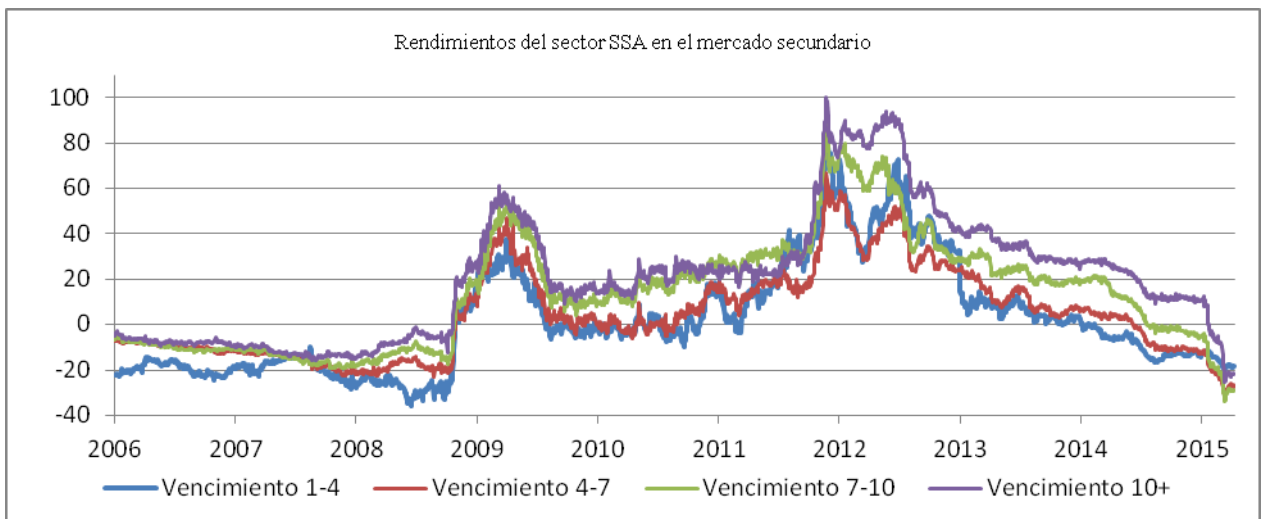
Gráfico 87. Cambios en la prima de riesgo de países que no han recibido ayuda financiera.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

En el gráfico número 88 realizamos el análisis equivalente para el sector SSA. Para poder calcular las primas de riesgo del sector SSA¹⁶⁷ partimos de los índices *European Agency & Supranacional Index (EASI)*¹⁶⁸ que permiten obtener la evolución del rendimiento de sus bonos en el mercado secundario, a tipo variable, en diferentes vencimientos.

Gráfico 88. Cambios en el rendimiento del sector SSA por bandas de vencimientos.

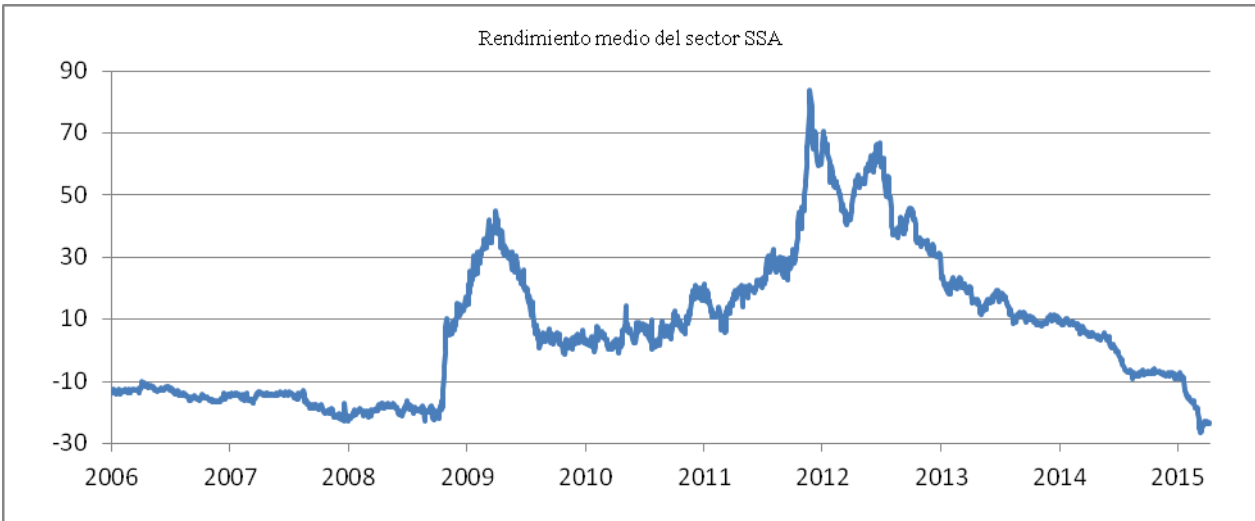


Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

¹⁶⁷ La prima de Riesgo de los países se calcula a partir de la rentabilidad de sus bonos a tipo fijo. Calculamos la prima de riesgo del sector SSA a partir de su rentabilidad en tipo variable. Para ello convertimos a tipo variable la rentabilidad del bono alemán.

¹⁶⁸ Los índices EASI incluyen emisiones de cupón fijo no estructuradas realizadas en euros por BNG, CADES, EFSF, EIB, ESM, EU, ICO, KfW, NEDWBK y Rentenbank. La talla mínima de las emisiones incluidas en los índices es de €1 billón y la notación mínima de crédito es de BBB. El valor de cada índice es calculado diariamente y los bonos que lo integran son reequilibrados mensualmente.

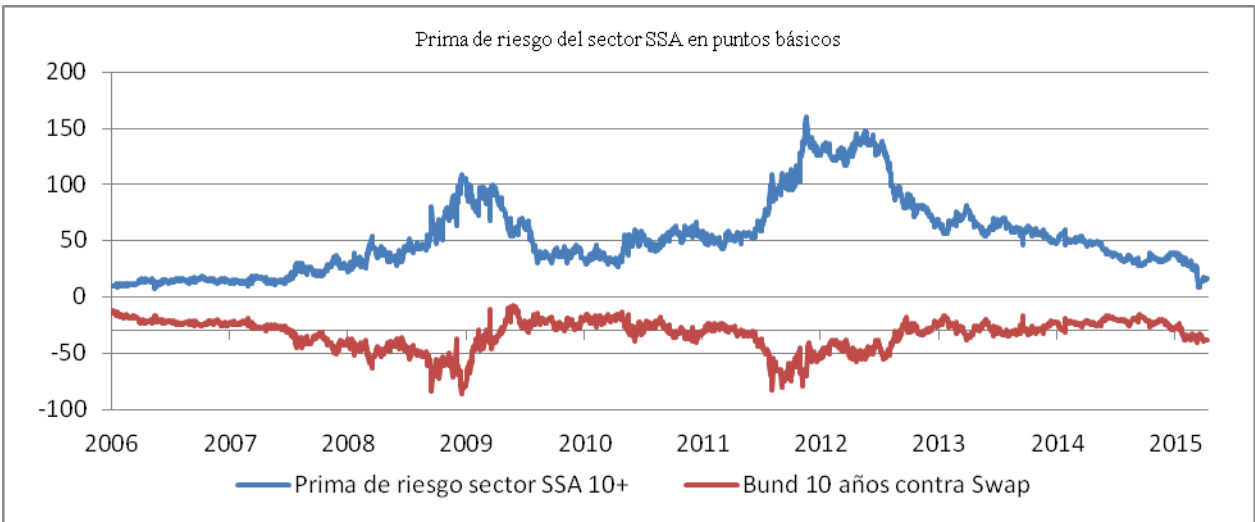
Gráfico 89. Cambios en el rendimiento medio del sector SSA.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

El gráfico número 89 presenta el rendimiento medio del sector en el mercado secundario. Lo comparamos con el rendimiento del bono alemán, convertido en tipo variable a través de la curva *Interest Rate Swap*, para estimar la prima de riesgo del sector SSA.

Gráfico 90. Cambios en la prima de riesgo del sector SSA.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Observamos como la prima de riesgo del sector SSA europeo ha aumentado significativamente en los periodos de máximo estrés financiero, es decir, tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008 y durante la crisis de deuda soberana europea. El gráfico número 90 refleja cómo durante esos momentos de máximo estrés financiero y alta

volatilidad el rendimiento en términos variables del bono de referencia alemán alcanza sus puntos mínimos al ser considerado como el activo sin riesgo del mercado europeo.

5. Adaptación del coste de financiación SSA a la coyuntura económico financiera

La evolución de la prima de riesgo de los bonos emitidos por el sector SSA está estrechamente vinculada a la evolución del contexto económico global. Para entender la correlación entre las primas de riesgo pagadas por las instituciones pertenecientes al sector SSA en comparación a las pagadas por otros emisores de deuda, es fundamental analizar el contexto macroeconómico en el que evolucionan los mercados internacionales de capital. La evolución tanto del sistema financiero internacional como la de la economía global se desarrolla dentro de unas políticas económicas, monetarias y fiscales que, en especial desde el año 2007, son revisadas para hacer frente a los nuevos desafíos económicos y financieros. El tipo de interés es la principal variable de la política monetaria y una de las principales variables de política económica en un país o área económica¹⁶⁹.

Para poder interpretar los resultados obtenidos a partir de la Base de datos Coste de Financiación y entender los movimientos de las primas de riesgo del sector SSA hay que tener en consideración como le condiciona la coyuntura de cada momento. La clase de activos financieros constituida por los bonos emitidos por las instituciones SSA mantiene un grado de correlación con otras clases de activos de renta fija que dependerá de la situación de los mercados financieros. En este sentido, la aversión al riesgo es un elemento que puede originar una alta volatilidad en los mercados. Para entender dicha volatilidad, estrechamente ligada con las primas de riesgo, es esencial una comprensión global del entorno macroeconómico de la economía global y de su impacto en los mercados financieros internacionales.

Para poder realizar el análisis de la evolución del coste de financiación estimado del sector SSA, y dentro del de las IFIS europeas, en función del contexto macroeconómico y financiero, hemos diferenciado cuatro etapas. Comenzamos analizando la fase previa a la crisis, de abril del 2005 a julio del 2007. A la fase previa le siguen tres fases de crisis dentro del periodo 2007-2014. Acotamos la primera fase de la crisis de agosto del 2007 a agosto del

¹⁶⁹ El Banco Central Europeo tiene como competencia establecer la política monetaria dentro de la Eurozona, los países que la componen, por tanto, no tienen independencia en la fijación del tipo de interés director de su sistema financiero (ECB, 2004b).

2008, la segunda fase de septiembre del 2008 a febrero del 2009 y la tercera fase de marzo del 2009 a finales del 2014. Después de presentar el contexto económico y financiero de cada una de las fases anteriores analizamos la evolución del coste de financiación estimado de las IFIS europeas durante cada una de ellas.

5.1. Fase previa a la crisis

A pesar de que su origen es anterior, analizamos esta fase desde la fecha de emisión de la primera transacción de la Base de Datos Coste de Financiación hasta el verano del 2007, es decir, desde abril del 2005 hasta julio del 2007. Por tanto, la fase previa a la crisis establecida en esta Tesis tiene una duración total de dos años y cuatro meses.

Esta fase es de gran estabilidad financiera (WB, 2006) dentro de una economía global que experimenta un crecimiento sostenido (IMF, 2005), con una fuerte convergencia de los indicadores macroeconómicos de los países desarrollados y de acercamiento a estos por parte de los países en desarrollo (Friedman, 2006). Existe una fuerte voluntad por desarrollar los mercados de deuda soberana como medio de desarrollo de los sistemas financieros de cada país con el fin de que estos actúen como instrumento de redistribución de recursos financieros y así potenciar el crecimiento económico (WB & IMF, 2001). En el contexto europeo existe una fuerte convergencia de los rendimientos de los bonos emitidos por los diferentes países de la Unión Europea, pertenecientes o no a la Eurozona (ECB, 2004c; 2004d; 2004e), que es frecuentemente considerada como un indicador de integración económica. A pesar del optimismo general existente en cuanto a la economía y los mercados financieros globales, numerosos agentes de mercado cuestionan la capacidad de continuidad de la coyuntura existente al compararla con la de recesiones previas (Galbraith, 1954; 1987). Otros autores cuestionan la equidad y la eficiencia de una economía y un sistema financiero cada vez más globalizados (Stiglitz, 2002) o el papel en la economía global de las potencias económicas tradicionales (Kagan, 2003).

La fase previa a la crisis financiera constituye un periodo de estabilidad financiera y crecimiento económico en el que la financiación era accesible para todos los actores económicos y la regulación de los mercados financieros tendía a disminuir. Esta fase llega a su fin con el comienzo de la crisis de liquidez del año 2007.

Tomando el 1 de enero del 2007 como fecha de referencia de esta fase, los indicadores económicos europeos eran estables, el tipo de interés de referencia fijado por el Banco Central Europeo es del 3,5%, y la primas de riesgo de los emisores soberanos europeos eran reducidas. La situación de la economía norteamericana era también estable.

5.1.1. Contexto Económico-Financiero en la fase previa a la crisis

Con anterioridad a la crisis de liquidez que comenzó en el verano del año 2007, el objetivo prioritario al considerar la política monetaria de los principales Bancos Centrales era el de mantener una inflación baja y estable. Este objetivo era implementado mediante el uso de un único instrumento, la política de tipo de interés. Durante este periodo, los responsables de la política monetaria, que no esperaban grandes cambios ni en las variables macroeconómicas ni en los tipos de interés, consideraron que no era necesario intervenir de forma significativa en los mercados financieros internacionales y que los mercados eran capaces de autorregularse tanto para ajustar los tipos de interés como para transferir el riesgo (Greenspan, 2003; 2005).

Durante los primeros años del nuevo milenio, los Bancos Centrales mantuvieron la intención de acabar con la volatilidad económica, lo que habría de llevar a lo que algunos autores han denominado como la *gran moderación* (Stock y Watson, 2003). En las principales economías mundiales la inflación y el crecimiento eran estables y el escenario era de baja volatilidad, situación que algunos economistas califican de *divina coincidencia* (Mankiw, 2006). En este contexto, la inflación era excepcionalmente baja respecto a las décadas anteriores y la posibilidad de entrar en una trampa de liquidez (Keynes, 1936) era generalmente considerada como muy limitada, aunque ciertos autores no compartían esta opinión (Krugman, 2008).

Dentro de este contexto, la regulación financiera era escasa pero no era considerada insuficiente ya que ciertos episodios de crisis, como el colapso de Long Term Capital Markets y la burbuja tecnológica, fueron resueltos por el sistema financiero internacional sin necesidad de fortalecer la regulación (ICMA, 2006). Además de la falta de regulación y el contexto económico financiero estable, otros factores influenciaron fuertemente el desarrollo de los mercados financieros internacionales desde mediados de los años noventa. A partir de ese momento surgen economías emergentes como China e India que comienzan a acercarse en

términos económicos a los países desarrollados. Los mercados financieros globales se integran rápidamente, lo que hace que la diversificación de las carteras aumente aunque existan fuertes asimetrías en el desarrollo de los mercados financieros de cada país. Los desequilibrios económicos globales existentes son importantes y como hemos visto, países importadores de capital, como Estados Unidos, mantienen un importante déficit de cuenta corriente mientras que países exportadores de capital, como China, presentan un fuerte superávit (Bracke, Bussière, Fidora, Straub, 2010). El crédito, accesible y continuo, recibido por los países importadores de capital propicia durante la fase previa a la crisis el aumento de las burbujas de activos.

Durante los últimos años de este periodo diferentes reguladores y analistas alertaron sobre potenciales dificultades económicas y financieras futuras. El BCE comunicó sobre los desequilibrios financieros existentes en el año 2005, sobre la vulnerabilidad potencial de la Eurozona en el año 2006, sobre la inestabilidad de los mercados financieros y la potencial corrección de precios a principios del 2007 y sobre la creciente vulnerabilidad de los mercados financieros internacionales en junio de ese mismo año.

5.1.2. Curvas de tipo de interés en la fase previa a la crisis

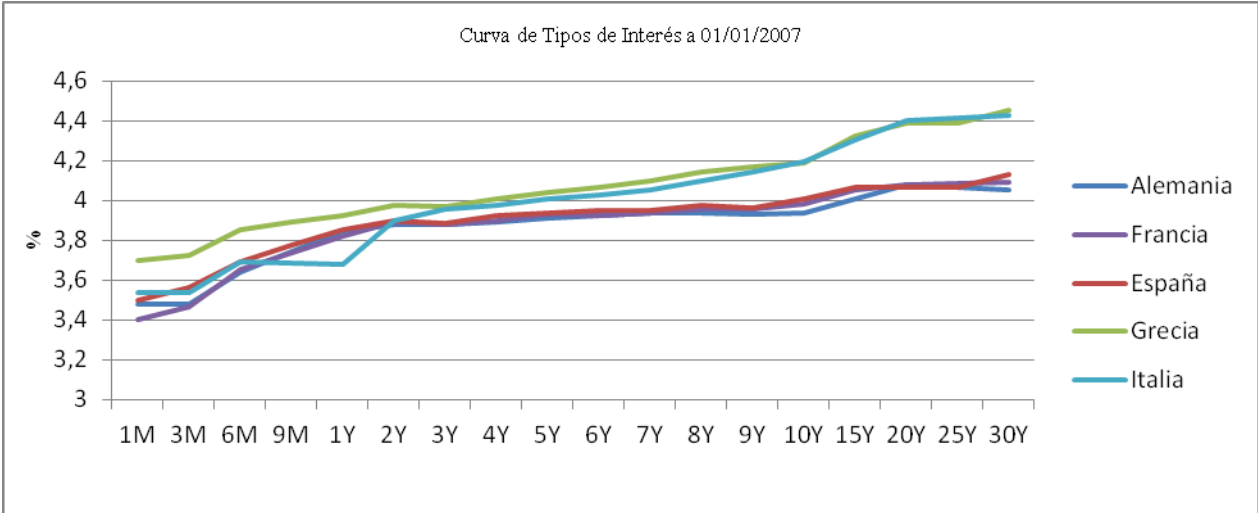
Las curvas de tipo de interés¹⁷⁰ de los países europeos reflejan durante este periodo lo descrito en el epígrafe anterior. Hemos decidido presentar las curvas de tipos de interés de cinco países europeos y analizar la evolución de su comportamiento a lo largo de la crisis financiera. Elegimos la curva de tipos de interés de los bonos emitidos por Alemania por considerarlos como el soporte de deuda europea de menor riesgo financiero. Las primas de riesgo de deuda emitida en Europa son calculadas en cada vencimiento correspondiente a partir de la deuda de bonos gubernamentales alemanes.

Hemos elegido Francia, Italia y España para comparar la evolución de los diferenciales de los países europeos cuyos mercados de deuda son de mayor volumen. Grecia ha sido elegida dado su papel detonante en la crisis de deuda europea y la evolución extrema de sus

¹⁷⁰ La variable tipo de interés no puede ser definida sin el vencimiento que vincula el tipo de interés a un plazo determinado. El conjunto de diferentes tipos de interés asociados a diferentes vencimientos es conocido como la Estructura Temporal de Tipos de Interés (ETTI).

diferenciales de deuda. Para la fase previa a la crisis tomamos como fecha de referencia de los tipos de interés el 1 de enero del 2007, que recoge la fuerte concentración de *spreads* acaecida durante los años anteriores y comienzo del año en el que tiene lugar la crisis de liquidez. En el gráfico número 91 observamos una prima de riesgo francesa mínima. La prima de riesgo española es reducida, al igual que la italiana, que repunta en los vencimientos largos.

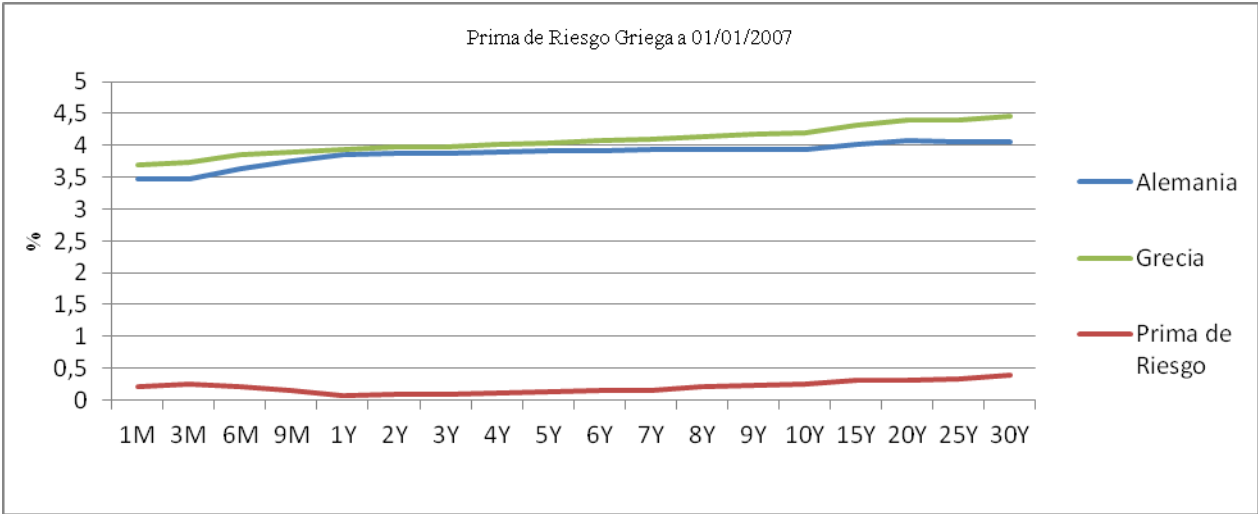
Gráfico 91. Curvas de tipos europeas a 01/01/2007.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

En el gráfico número 91 observamos como la prima de riesgo de la curva de tipos griega es de 25 puntos básicos en el vencimiento a tres meses, de 8 puntos básicos en el vencimiento a un año y de 40 puntos básicos en el vencimiento a treinta años.

Gráfico 92. Prima de riesgo griega a 01/01/2007.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Tras los acontecimientos de los años posteriores podemos afirmar que el riesgo no estaba suficientemente integrado, las primas de riesgo eran frecuentemente insignificantes y cuando existían, la valoración del riesgo en las inversiones no era suficientemente cuantificada. La falta de percepción del riesgo de crédito por parte de los inversores durante el periodo previo a la crisis es uno de los elementos clave del estallido de la crisis a partir de agosto del 2007.

5.1.3. Coste de Financiación de las IFIS en la fase previa a la crisis

El resultado de nuestro análisis de la fase previa a la crisis, realizado a partir de la Base de Datos Coste de Financiación, determina unos costes de financiación estimados estables en el mercado de deuda primario para el sector SSA. Otros sectores del mercado de deuda también obtienen fondos a costes de financiación competitivos y de manera estable en un contexto financiero en el que la volatilidad es baja.

Cuando analizamos las series de datos históricas de precios de negociación de la deuda emitida en el mercado secundario, observamos que su volatilidad también es baja independientemente de la frecuencia bajo la que sea analizada: diaria, mensual o anual. Este contexto de baja volatilidad comporta una doble ventaja para las instituciones emisoras. Por una parte la predictibilidad de acceso al mercado permite una mejor planificación financiera de las instituciones, mientras que por otra, un mercado secundario estable permite una base de partida sólida para el proceso de construcción de precios del mercado primario.

La predictibilidad de los costes de financiación, a pesar de sus componentes positivos, también influye en un eventual exceso de confianza de los agentes de mercado, lo que puede ocasionar su sobreendeudamiento. Los costes de financiación estimados del mercado primario para el sector SSA al ser calculados en términos de Euribor 3 meses *all-in-cost*, conllevan frecuentemente un diferencial negativo respecto al Euribor 3 meses. En el caso de los bancos supranacionales europeos esto se cumple incluso en los vencimientos a largo plazo.

En términos de accesibilidad a los plazos largos de financiación, durante esta fase, los diferentes mercados de deuda permiten la realización de transacciones a lo largo de toda la curva de deuda. En el caso del sector SSA esto se cumple para todos sus participantes y los

bancos supranacionales europeos, que tienen como objetivo la financiación de proyectos a largo plazo, no tienen dificultad en emitir en vencimientos a diez años o superiores. Por otra parte, los diferenciales de coste de financiación entre diferentes vencimientos son muy bajos y una misma institución puede financiarse a diez años pagando un diferencial mínimo respecto a una financiación a cinco años.

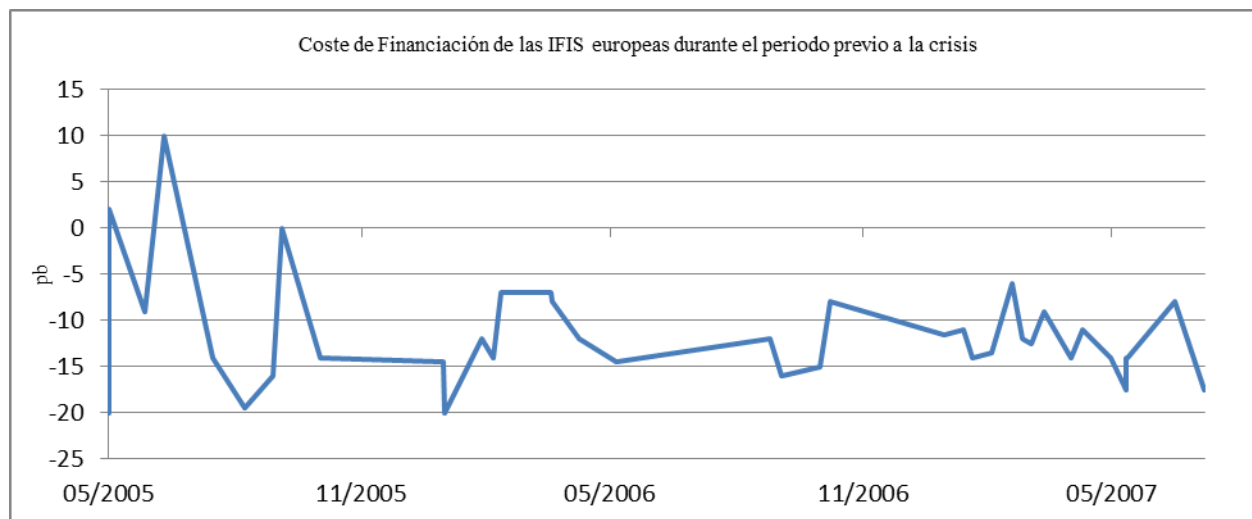
Las primas de riesgo del periodo son muy bajas, siendo su componente de riesgo de crédito prácticamente inexistente en muchas ocasiones. Las primas de riesgo entre países de la Eurozona son muy bajas y las de las entidades del sector SSA respecto a los activos sin riesgo de referencia también son reducidas. El sector SSA tampoco presenta diferenciales significativos entre sus integrantes.

La composición de la base de inversores del sector SSA, en particular la de los bancos supranacionales europeos, presenta un cierto grado de concentración. En un mercado de baja aversión al riesgo, los inversores interesados en esta categoría de emisores oferentes de bajos rendimientos son principalmente las instituciones oficiales. Por tanto, Bancos Centrales, Autoridades Monetarias y Fondos Soberanos constituyen la principal base de inversores de las IFIS europeas. Aseguradoras y fondos de pensiones, junto con ciertos gerentes de activos, completan esta base de inversores durante el periodo previo a la crisis.

En términos de diversificación de mercados de deuda, existe ya en este periodo una presencia de las IFIS europeas en diferentes mercados. Los mercados de euro y dólar son los principales pero realizan igualmente transacciones en libra esterlina. El mercado de deuda australiano comienza a desarrollarse de manera significativa y las IFIS Europeas desde un primer momento participan en él.

Para la elaboración del gráfico número 93 hemos tomado cuarenta transacciones de referencia efectuadas por las IFIS europeas durante la fase previa a la crisis con vencimientos entre tres y treinta y dos años, en siete mercados de deuda diferentes (euro, dólar, dólar australiano, dólar neozelandés, yen, libra esterlina y franco suizo). Constatamos como durante este periodo los costes de financiación estimados son estables y muy similares, independientemente del mercado de deuda y vencimiento en el que se efectúen las transacciones.

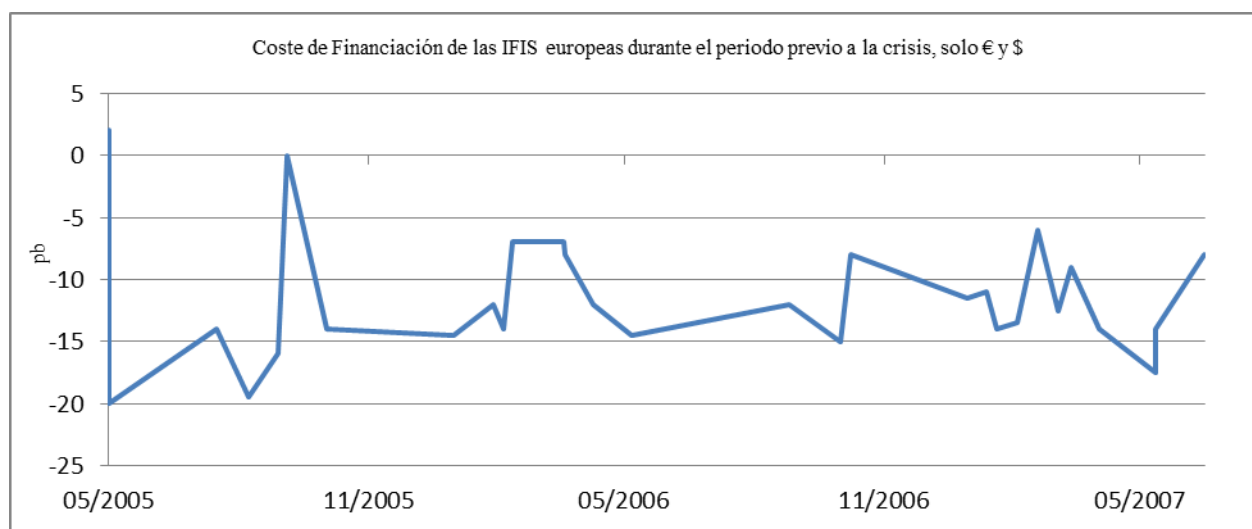
Gráfico 93. Coste de financiación de las IFIS europeas en la fase previa a la crisis.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Reuters

El diferencial de coste de financiación estimado máximo encontrado dentro de las transacciones de referencia escogidas en el gráfico número 93, es de treinta puntos básicos. Si nos limitamos a las transacciones realizadas en los mercados euro y dólar, este diferencial se reduce a veintidós puntos básicos.

Gráfico 94. Coste de financiación de las IFIS europeas en la fase previa a la crisis, € y \$.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Reuters

Para la fase previa a la crisis, existe una fuerte correlación entre la serie de datos de coste de financiación estimado de las IFIS europeas incluyendo siete mercados de deuda y la serie de datos incluyendo únicamente las emisiones efectuadas en euro y en dólar (gráfico número 94).

Esto es debido principalmente a que estos dos últimos mercados son los de mayor tamaño para las IFIS europeas y en los que ejecutan un mayor número de transacciones.

5.2. Primera fase de la Crisis: Agosto 2007- Agosto 2008

La primera fase de la crisis establecida en esta Tesis tiene una duración total de un año y un mes. En esta fase, el impacto de la crisis de liquidez en el sistema bancario se hace rápidamente patente (WB, 2008), tras lo cual, los mercados de capital comienzan a atravesar una profunda transformación (BIS, 2008) en la que se constata como el sistema bancario global y las políticas financieras han de ser revisadas (Euromoney, 2009) con el objetivo de recuperar la estabilidad financiera global (IMF, 2009a; 2009b) y evitar crisis bancarias (Laeven, Valencia, 2008).

Además de la dimensión financiera, la dimensión económica de la crisis ha de ser confrontada (WB; UN, 2009). La crisis financiera repercute de inmediato tanto en las inversiones internacionales (UNCTAD, 2008a; 2009a) como en el comercio y el desarrollo (UNCTAD, 2008b), ante lo cual, diferentes organizaciones internacionales se coordinan para analizar los fallos sistémicos (UNCTAD 2009b) y las alternativas estratégicas ante la crisis económica y financiera global (OCDE, 2009) que permitan corregir los grandes desequilibrios económicos existentes.

Durante la fase previa a la crisis, los mercados financieros y la economía en su conjunto experimentaron un periodo de euforia de fácil acceso al crédito durante el cual los precios de los activos no ceso de crecer. La creación de burbujas de activos como la del sector inmobiliario se constata durante este periodo como una realidad similar a las experimentadas en crisis anteriores (Galbraith, 1990).

Tomamos el 30 de agosto del 2007 como fecha de referencia de esta fase, ya que es el momento en el que cambia la estructura de las curvas de tipos de interés europeas y los indicadores económicos comienzan a deteriorarse tanto en Europa como Estados Unidos hasta el final de esta fase. El tipo de interés de referencia fijado por el BCE es del 4% al principio de la fase y aumenta al final de la misma hasta el 4,25%. La actitud de la FED en esta fase es contraria a la del BCE ya que comienza la fase con un 5,25% de tipo de interés de referencia

para acabarla con un 2%. Las primas de riesgo de los emisores soberanos europeos comienzan a aumentar.

En esta fase, ante la crisis de liquidez y el malfuncionamiento del sistema bancario europeo, el Banco Central Europeo efectúa inyecciones de liquidez en el sistema bancario de la Eurozona (González Páramo, 2008). Hemos marcado el fin de esta etapa en agosto del 2008 ya que en septiembre del mismo año se produce la crisis del banco americano Lehman Brothers, acontecimiento que da un nuevo giro a la situación financiera global y desencadena un nuevo periodo, que en esta Tesis hemos considerado como la segunda fase de la crisis.

5.2.1. Contexto Económico-Financiero en la primera fase de la Crisis

Tras el prolongado periodo de bonanza de la fase previa a la crisis, los primeros síntomas de debilidad del sistema financiero comienzan a aparecer en julio del 2007 y desencadenan el *credit crunch* de agosto de ese mismo año. Las autoridades monetarias comienzan a efectuar operaciones de inyección de liquidez para facilitar la financiación del sistema interbancario y se establece una política monetaria, coordinada por parte de los principales Bancos Centrales, de bajada de tipos de interés. Ciertas instituciones bancarias, ante la imposibilidad de encontrar la liquidez necesaria a través de los mercados financieros, han de ser intervenidas¹⁷¹.

La falta de liquidez en el mercado interbancario comienza cuando las instituciones bancarias empiezan a preguntarse sobre los riesgos financieros asumidos por sus competidores durante los años precedentes. Desde ese momento, los bancos privados consideran que otras entidades bancarias están altamente endeudadas y que el riesgo de crédito ha sido infravalorado por las instituciones financieras en el momento de efectuar sus inversiones. Repentinamente el sistema bancario y el mercado interbancario son dominados por la falta de confianza y los

¹⁷¹ En marzo del 2008 el banco americano Bear Stearns recibió ayuda del gobierno de estados Unidos, la cual no pudo evitar su colapso, por lo que el banco fue vendido al banco americano JP Morgan Chase. El banco Northern Rock recibe ayuda del Banco de Inglaterra en septiembre del 2007 y es completamente nacionalizado por el gobierno del Reino Unido en febrero del 2008.

bancos dejan de prestarse entre ellos, lo que hace cada vez más complicado que los otros agentes económicos puedan satisfacer sus propias necesidades de financiación. En ciertos momentos, el mercado interbancario se encontró totalmente paralizado. Estos acontecimientos derivan en rápidos cambios en los mercados, productos y agentes financieros que hacen que los mercados de deuda sufran profundos cambios. La volatilidad de los mercados de deuda pasa a ser muy alta y se producen importantes pérdidas bursátiles.

Desde un punto de vista macroeconómico, en este periodo se comienza a evidenciar el hecho de que el objetivo de mantener un nivel bajo de inflación tiene sus límites. La deflación se convierte en una posibilidad y ha de hacerse todo lo necesario para evitar una espiral deflacionista. La intervención financiera por parte de las autoridades monetarias toma un papel determinante y la política fiscal se convierte en un área determinante a la hora de hacer frente a la situación.

En septiembre del 2007 la FED comienza a bajar su tipo de interés director que pasa del 5,25% al 0,25% en diciembre del 2008. Las autoridades financieras norteamericanas consideran necesario facilitar el crédito al sistema financiero al igual que la introducción de instrumentos excepcionales de política monetaria de Expansión Cuantitativa (EC), o *Quantitative Easing (QE)*, (NYFED, 2014).

En cuanto a la sobrevaloración de los activos, comienza a considerarse la valoración de los mismos como un problema a tratar desde diferentes ángulos con el objetivo de evitar crisis futuras. El impacto de las burbujas inmobiliarias y de los activos financieros asociadas a ellas es determinante en el estallido de la crisis financiera. Quedan demostrados los efectos adversos de la construcción incorrecta de los precios, sobrevaloración, riesgo de estallido de burbujas de activos, pérdidas contables ocasionadas e iliquidez de los activos. Estos efectos se expanden a otras clases de activos, incluidos los activos puramente financieros, comprobándose como los mercados pierden su eficacia en el momento en el que los inversores quieren deshacer sus posiciones. Se comprueba así como los diferenciales entre rendimientos de oferta y demanda de los productos financieros se amplían y los precios se desvían de las características fundamentales de los productos subyacentes o de las instituciones a las que pertenecen los activos financieros. Ante esta situación, el tipo de interés director deja de ser por si solo un instrumento eficiente de política monetaria y se hace necesaria la utilización de otros mecanismos y herramientas que permitan facilitar el crédito a

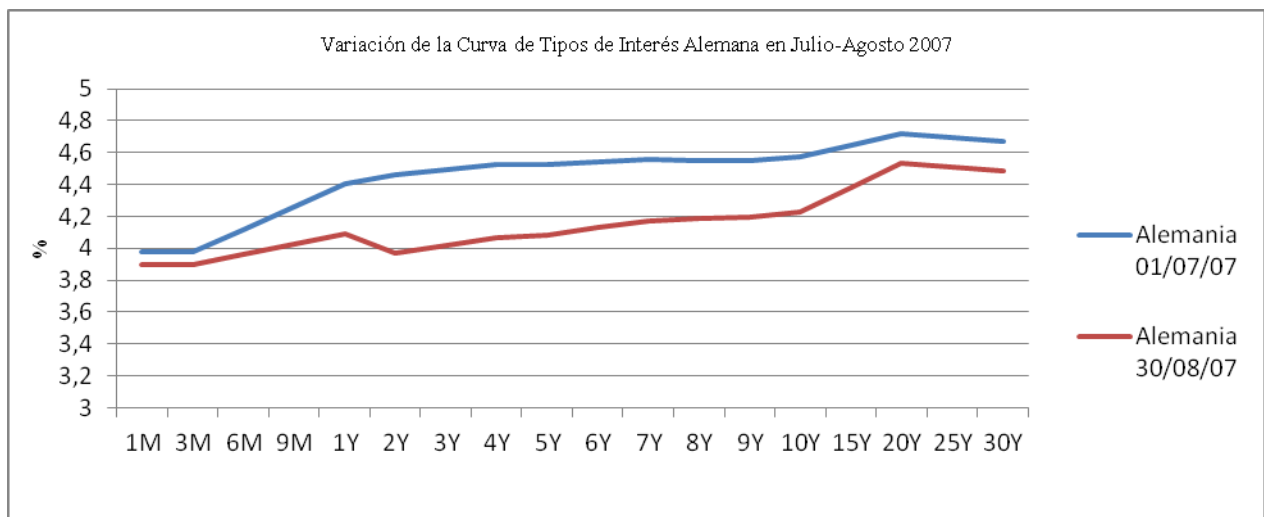
los diferentes agentes económicos, que influyan en las curvas de tipos de interés y que repercutan en los precios de los activos.

5.2.2. Curvas de tipo de interés en la primera fase de la crisis

En agosto del 2007 comienza la crisis de liquidez. Hemos definido este primer periodo de la crisis dentro de un rango de fechas que va desde agosto del 2007 a agosto del 2008, justo antes de la quiebra de Lehman Brothers y con ella, de la acentuación de la crisis financiera hasta una situación sin precedentes.

Elegimos como fecha para analizar las curvas de tipo de interés dentro de este periodo el 30 de agosto del 2007 ya que hemos considerado que refleja el cambio estructural de la curva de tipos tras el inicio de la crisis de liquidez. Tomando como referencia la curva de tipos de interés alemana y comparándola con la fecha de corte elegida para el periodo previo a la crisis observamos un aumento importante de los tipos de interés en todos los vencimientos (gráfico número 95).

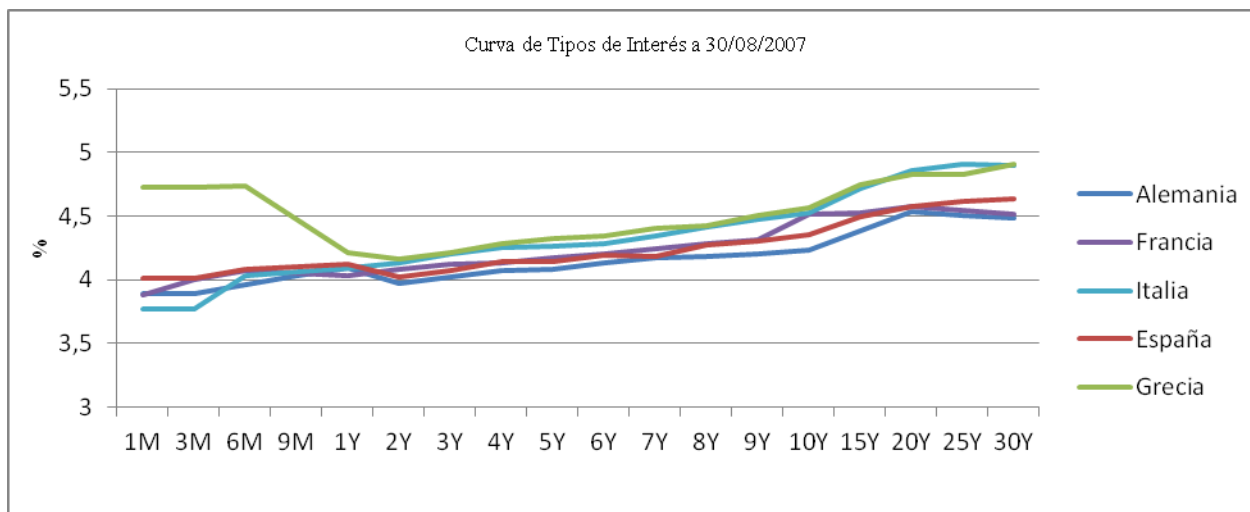
Gráfico 95. Variación de la curva de tipos de interés alemana en el verano 2007.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Al observar las curvas de tipos de interés europeas en esta fecha constatamos movimientos significativos de los *spreads* entre diferentes curvas europeas y como Grecia comienza a diferenciarse del resto de los países en los vencimientos a corto plazo (gráfico número 96).

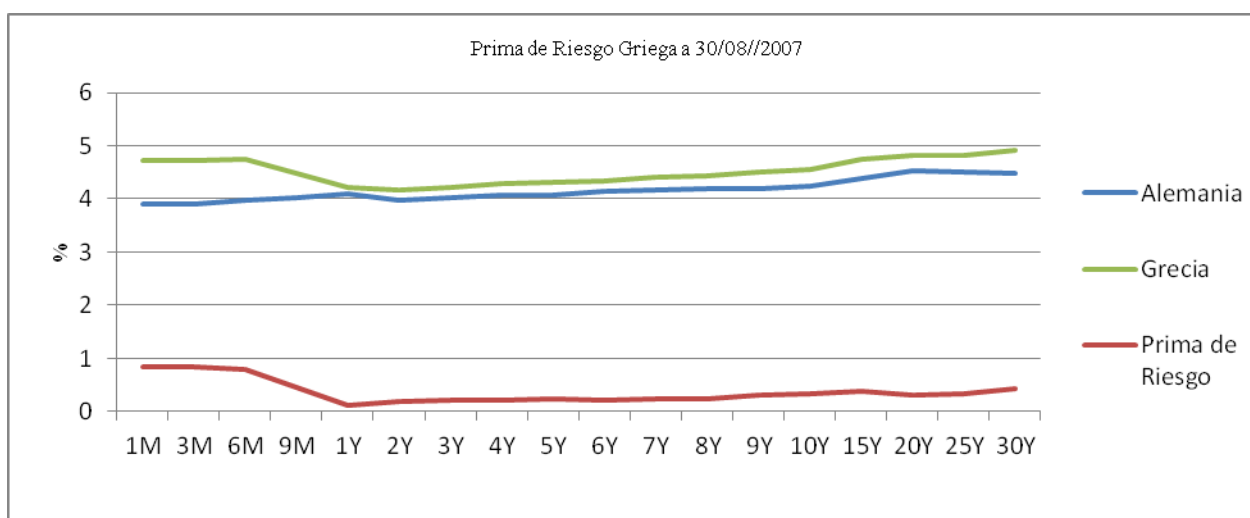
Gráfico 96. Curvas de tipos europeas a 30/08/2007.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Constatamos un fuerte crecimiento de la prima de riesgo griega en los vencimientos a corto plazo de la curva de tipo de interés (gráfico número 97). La prima de riesgo griega a tres meses pasa de 25 puntos básicos el 1 de enero del 2007 a 83 puntos básicos el 30 de agosto del mismo año. En el vencimiento a un año se mantiene relativamente estable, aumentando de 8 a 12 puntos básicos. Los vencimientos largos son los más estables con el tipo de interés a 30 años aumentando tan solo dos puntos básicos. Las reducidas primas de riesgo existentes en la fase previa a la crisis comienzan a aumentar y a partir de este momento el proceso de convergencia de diferenciales de la deuda soberana europea se interrumpe para comenzar una tendencia contraria.

Gráfico 97. Prima de riesgo griega a 30/08/2007.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

5.2.3. Adaptación del coste de financiación de las IFIS en la primera fase de la crisis

El análisis de la primera fase de la crisis determina unos costes de financiación estimados estables en el mercado de deuda primario para el sector SSA que mejoran en la última parte de esta fase. Los emisores soberanos y los de mejor calidad crediticia dentro del sector SSA, son los únicos agentes de mercado en mantener acceso a la financiación al final de la primera fase de la crisis ya que el sector financiero internacional atraviesa una severa crisis de liquidez en la que el mercado interbancario deja de ser funcional y la aversión al riesgo es muy alta. Se constata una acentuación de la volatilidad en los mercados, durante la cual, la bajada de los costes de financiación estimados de las IFIS europeas son la primera desviación de esta variable respecto a los años de estabilidad anteriores.

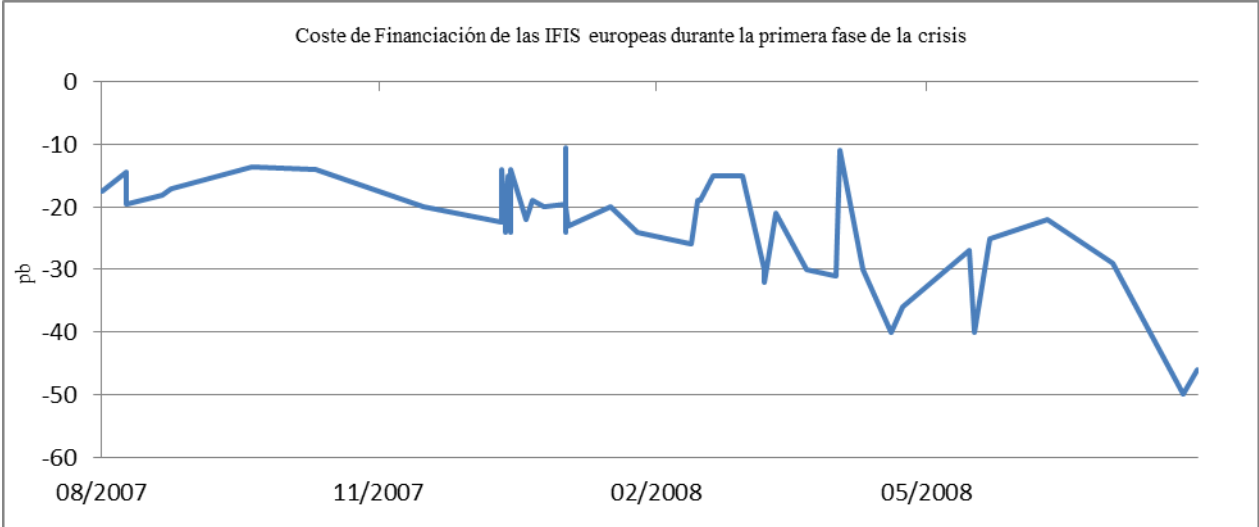
Cuando analizamos en profundidad la bajada del coste de financiación estimado de las IFIS europeas observamos que se debe principalmente a la volatilidad del *basis swap* ya que sus cotizaciones en el mercado secundario siguen siendo estables y manteniendo una volatilidad baja. La demanda del dólar es elevada ya que pocas instituciones emisoras europeas mantienen a lo largo de esta fase la capacidad de emitir en ese mercado. Las IFIS europeas no solo emiten en dólar sino que necesitan cambiarlo a euro, lo que hace que su coste de financiación final sea más competitivo que en el periodo anterior en el que todas las instituciones europeas con necesidad de financiarse en dólares lo hacían por sí mismas.

Los costes de financiación estimados del mercado primario para el sector SSA, al ser calculados en términos de Euribor 3 meses *all-in-cost*, conllevan en este periodo un diferencial negativo respecto al Euribor 3 meses mayor que en el periodo previo a la crisis. Sin embargo, los vencimientos para los que existe demanda son cada vez más cortos y la predictibilidad de la misma se reduce a medida que avanza esta primera fase. Las emisiones realizadas en este periodo se concentran en los plazos cortos y la financiación es accesible hasta plazos de tres años, escasa hasta cinco años y prácticamente imposible a partir de diez años. De mantenerse, esta situación es poco propicia para las IFIS europeas ya que estas instituciones financian proyectos a largo plazo y por lo tanto su propia financiación tiene que ser equilibrada en términos de gestión de la duración de sus posiciones de activos y pasivos.

Por otra parte, la falta de confianza en el mercado comienza a provocar que los inversores soliciten una mayor prima de nueva emisión respecto al mercado secundario, lo que hace que el proceso de construcción de precios del mercado primario sea a su vez menos predecible. Esta falta de predictibilidad de los costes de financiación unida a la falta de confianza en las instituciones bancarias hace que los mercados financieros se confronten al final del periodo con una severa crisis de liquidez en la que los mercados primarios de deuda se encuentran prácticamente sin actividad. Dentro de este contexto, ante la falta de confianza en mercados y emisores, las primas de riesgo comienzan a ser más importantes en el mercado primario, lo que se refleja en las cotizaciones del mercado secundario.

La composición de la base de inversores del sector SSA es similar a la de la fase anterior. Ante la falta de activos financieros de alta calidad crediticia los inversores concentran sus operaciones de inversión en las pocas instituciones que mantienen acceso al mercado. Sin embargo, los inversores comienzan a solicitar mayores primas de nueva emisión para participar en las operaciones y se presencia al final de este periodo un cambio del mercado en cuanto al proceso de fijación de precios de las nuevas emisiones. Durante el periodo previo a la crisis este proceso era fijado por el emisor mientras que a partir del final del primer periodo de la crisis, comienza a serlo por el inversor. Los mercados de euro y dólar son los principales mercados de deuda para las IFIS europeas durante este periodo, que siguen participando en otros mercados de menor tamaño como el de la libra esterlina y el dólar australiano.

Gráfico 98. Adaptación del coste de financiación de las IFIS europeas en la primera fase de la crisis.

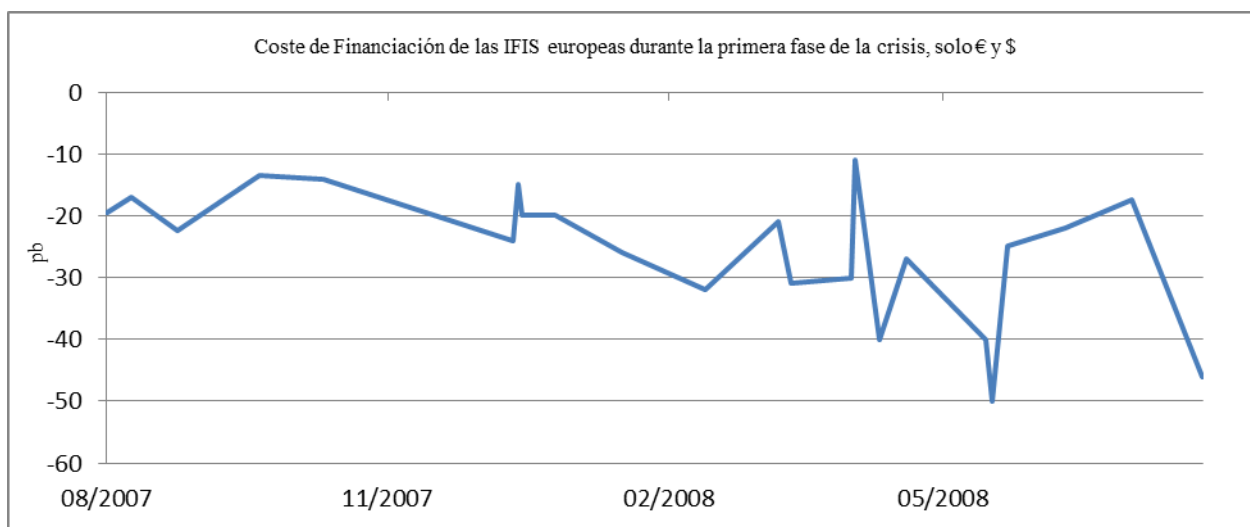


Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Reuters

Al elaborar el gráfico número 98 hemos tomado cuarenta y nueve transacciones de referencia efectuadas por las IFIS europeas durante la primera fase de la crisis con vencimientos entre dos y diez años. Estas transacciones han sido efectuadas en nueve mercados de deuda diferentes (euro, dólar, dólar australiano, dólar neozelandés, yen, libra esterlina, franco suizo, lira turca y corona noruega). Constatamos como durante este periodo los costes de financiación dejan de ser estables y comienzan a disminuir considerablemente al final del periodo. Los costes de financiación comienzan a establecer diferenciales significativos entre transacciones en función del mercado de deuda en el que son emitidas y de su vencimiento.

El diferencial de coste de financiación estimado máximo encontrado dentro de las transacciones de referencia escogidas en el gráfico número 98 es de cuarenta puntos básicos, mayor que en el periodo anterior incluso sin registrar transacciones a más de diez años de vencimiento. Si nos limitamos a las transacciones realizadas en los mercados euro y dólar, este diferencial se mantiene (gráfico número 99).

Gráfico 99. Adaptación del coste de financiación de las IFIS europeas en la primera fase de la crisis, € y \$.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Reuters

Para la primera fase de la crisis existe una fuerte correlación entre la serie de datos de coste de financiación estimado de las IFIS europeas incluyendo nueve mercados de deuda y la serie de datos incluyendo únicamente las emisiones efectuadas en euro y en dólares. Esto es debido principalmente a que estos dos últimos mercados son los de mayor tamaño para las IFIS europeas y en los que ejecutan un mayor número de transacciones.

5.3. Segunda fase de la crisis: septiembre 2008 – febrero 2009.

La segunda fase de la crisis, tal y como ha sido establecida en esta Tesis, tiene una duración total de seis meses. En esta fase, la crisis económica y financiera global es un hecho ante el cual los diferentes gobiernos, a través de sus autoridades económicas, implementan medidas para paliar sus efectos y recuperar el equilibrio de los mercados financieros y el crecimiento de la economía, tanto a nivel nacional como global (Stiglitz, 2008). La recesión de Estados Unidos llega a su mínimo en términos de crecimiento económico al final de esta fase y la de la Eurozona pocos meses después (S&P's, 2009c; 2009d).

Como consecuencia de la crisis de liquidez del año 2007, el primer programa de Expansión Cuantitativa fue implementado durante esta fase por el Departamento del Tesoro de Estados Unidos mientras que otras zonas económicas evalúan su implantación (Moody's, 2009). Así, comienza en esta fase la aplicación de políticas monetarias no convencionales al mismo tiempo que se elaboran planes de rescate para los países que puedan encontrar dificultades para financiarse por sí mismos a través de los mercados internacionales de capital. En un esfuerzo por optimizar las herramientas de política económica, la Reserva Federal analizó el impacto de la gestión de reservas de los Bancos Centrales como herramienta de política monetaria (FRB, 2009; 2010) ya que las reservas mantenidas sufrieron variaciones como consecuencia de la crisis financiera (PBC, 2009).

Observamos en esta fase un gran deterioro de los indicadores económicos. El tipo de interés de referencia fijado por el BCE pasa del 4,25% al 2%, uniéndose a la tendencia bajista de tipos de interés directores implementada por la FED. Esta última comenzará la fase con un tipo de interés de referencia al 2% para acabarla al 0,25%. Las primas de riesgo de los emisores soberanos europeos comienzan a aumentar significativamente.

Hemos elegido febrero del 2009 como el final de esta fase ya que a dicha fecha el descenso de los indicadores económicos tanto de Estados Unidos como de la Eurozona se encontraban próximos a sus mínimos. Además, comienzan a constatarse tendencias diferentes en la recuperación de las dos principales zonas económicas, Estados Unidos y la Eurozona, tanto en términos de crecimiento económico como en cuanto a sus sistemas financieros.

Recuadro 20. Expansión Cuantitativa o *Quantitative Easing*.

La Expansión Cuantitativa es una herramienta o tipo de política monetaria utilizada por las autoridades monetarias, de un país o zona económica, con el objetivo de estimular la economía una vez que las medidas tradicionales de política monetaria han sido utilizadas y se ha probado su ineficiencia. La Expansión Cuantitativa es por tanto una medida no convencional de política monetaria que se introduce generalmente cuando se agota el margen de descenso de los tipos de interés de referencia de los Bancos Centrales.

Los Bancos Centrales implementan este tipo de política monetaria mediante la compra de activos financieros mantenidos por instituciones bancarias y otras instituciones privadas, aumentando el precio de esos activos financieros y así disminuyendo su rendimiento al mismo tiempo que incrementan la base monetaria del sistema financiero.

El objetivo de las políticas monetarias expansionistas es generalmente el evitar una caída excesiva de la inflación para lo cual los activos financieros comprados son en un principio a corto plazo. Sin embargo, cuando los rendimientos de estos activos comienzan a ser muy bajos las compras se dirigen hacia activos financieros de mayor vencimiento.

La Expansión Cuantitativa fue utilizada por Japón a partir de marzo del 2001 (BOJ, 2001; Masaaki, 2002). Desde el inicio de la crisis de liquidez que comienza en el año 2007 esta política monetaria ha sido utilizada por los Estados Unidos¹⁷², el Reino Unido¹⁷³ (BOE; Dale, 2011) y la Eurozona¹⁷⁴ una vez que sus tipos de interés de referencia se acercaron a cero.

¹⁷² Estados Unidos ha ejecutado tres programas de Expansión Cuantitativa conocidos como QE1, QE2 y QE3. El QE1 fue anunciado en noviembre del 2008 y alcanzó un pico de \$2,1 trillones en junio del 2010. La Reserva Federal americana estableció el objetivo de mantener activos financieros en su balance por valor de \$2,054. El QE2 fue anunciado en noviembre del 2010 con el objetivo de comprar \$600 billones adicionales de títulos emitidos por el Departamento del Tesoro americano. En septiembre del 2012 se anunció el QE3 con un objetivo de compra de \$40 billones diarios de activos financieros emitidos por las agencias hipotecarias, *mortgage-backed securities*, que fueron ampliados a \$85 billones en diciembre del mismo año. Las compras de activos financieros de bonos por la Reserva Federal pararon en octubre del 2014 una vez acumulados activos financieros por un valor total de \$4,5 trillones.

¹⁷³ El objetivo del Banco de Inglaterra es el de aumentar el consumo en la economía del Reino Unido a través de la Expansión Cuantitativa para evitar la caída de la inflación, para la cual mantiene un objetivo del 2% (Dale, 2013).

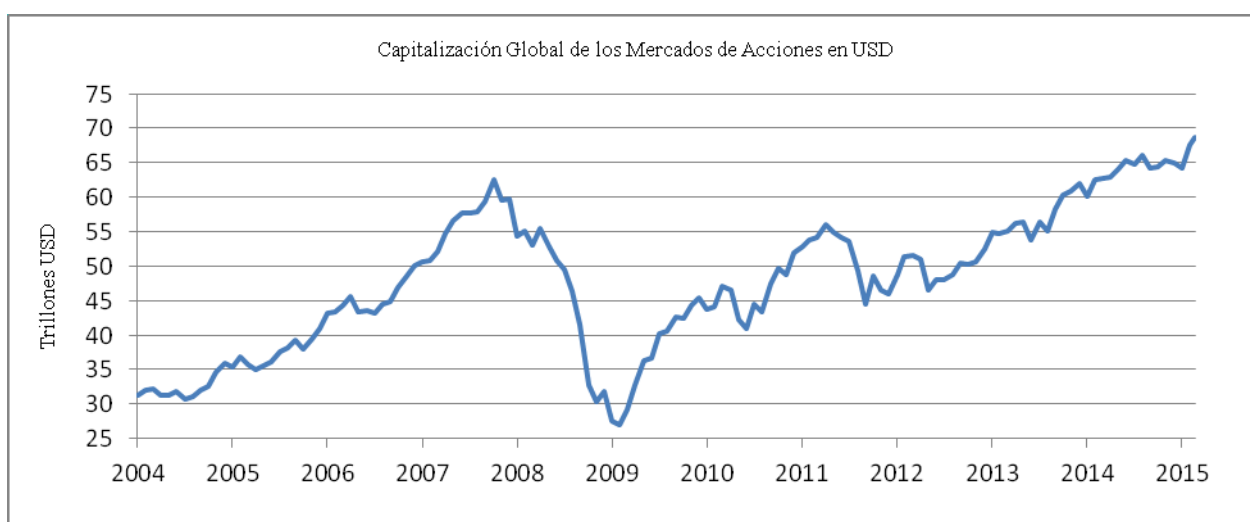
¹⁷⁴ El 22 de enero del 2015 Mario Draghi, Gobernador del BCE, anuncia un programa expandido de compra de activos bajo el que el BCE comprará €60 billones mensuales de bonos de la Eurozona emitidos por los gobiernos centrales, agencias e instituciones europeas. El programa durará hasta septiembre del 2016 con un volumen de compras total de al menos €1,1 trillones. El programa durará hasta que se constatare un ajuste continuado en la tendencia de la tasa de inflación.

5.3.1. Contexto Económico-Financiero en la segunda fase de la Crisis

En esta fase las autoridades financieras constatan que una política monetaria que mantenga un objetivo de inflación baja y estable es necesaria pero no suficiente. Los elevados volúmenes de deuda mantenidos por ciertos países hacen que se introduzca el objetivo de combinar la política monetaria con una política fiscal que reduzca el déficit público, ampliando al mismo tiempo objetivos y herramientas de política monetaria. En una economía y unos mercados financieros globales, la coordinación de las autoridades económicas y financieras de los diferentes países se convierte en un elemento clave a la hora de construir un perímetro regulador que sea capaz de propiciar un crecimiento económico estable.

Comienza en esta etapa una fuerte presión por parte de los mercados financieros internacionales hacia la unión monetaria de la Eurozona, situación que provoca una fuerte aversión al riesgo. Este contexto financiero, junto con la fuerte caída del crecimiento, hace que se produzca una caída pronunciada y repentina de la capitalización bursátil de las principales bolsas de todo el mundo (gráfico número 100).

Gráfico 100. Capitalización Global en trillones de dólares.

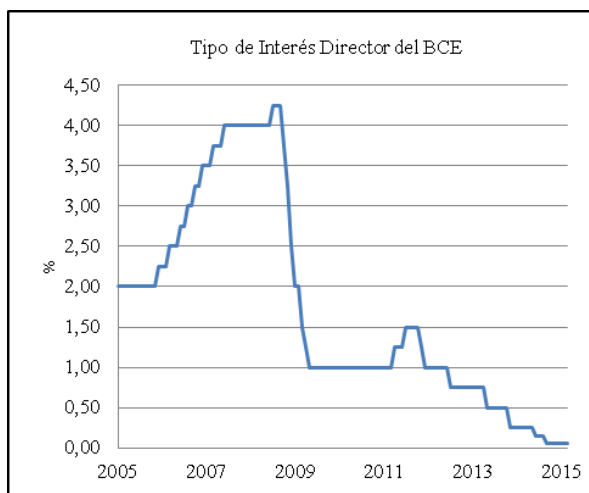


Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

En esta fase, a crisis financiera ya es global y sin precedentes tanto en la economía real como en los mercados financieros internacionales. En este momento y tras una política monetaria

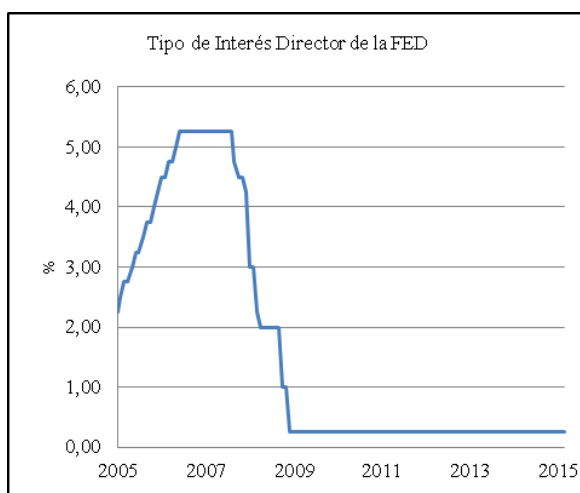
por parte de los Bancos Centrales de bajada de tipos de interés, la herramienta de fijación de tipos de interés directores no tiene mucho más recorrido como variable principal a la hora de aplicar la política monetaria. Esta situación de tipos de interés de referencia de los Bancos Centrales cercanos a cero, existente en Japón desde los años noventa, se generaliza rápidamente en las principales economías mundiales (Koo, 2008).

Gráfico 101. Tipo de Refinanciación del BCE.



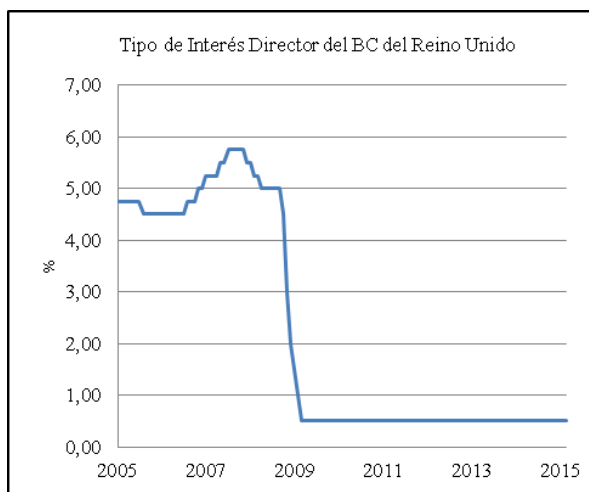
Fuente: BCE

Gráfico 102. FED Funds Target.



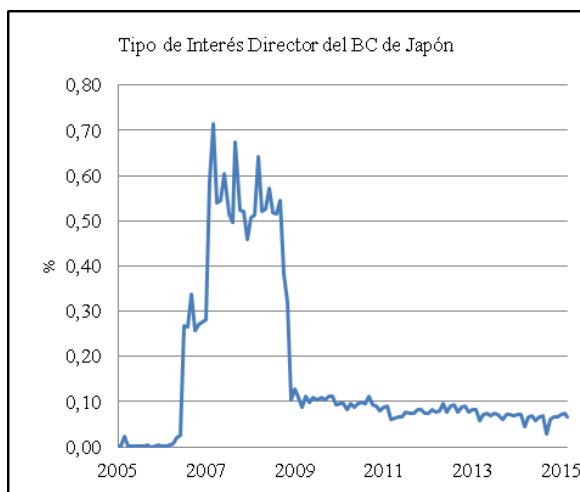
Fuente: FED

Gráfico 103. Bank Rate del Banco Central del R.U.



Fuente: Banco Central del Reino Unido

Gráfico 104. Call Rate del Banco Central de Japón.



Fuente: Banco Central de Japón

A pesar de que el tipo de interés como herramienta de política monetaria presenta limitaciones como instrumento de mejora de la situación económica, el objetivo inicial de crecimiento estable con inflación baja y estable ha de ser mantenido. Sin embargo, se establece la necesidad de otros instrumentos para la consecución de dicho objetivo y la política monetaria

tradicional se combina con herramientas de regulación que propicien el buen funcionamiento de las políticas macroeconómicas establecidas por cada zona económica (Blanchard, Dell’Ariccia, Mauro, 2010).

Recuadro 21. Objetivos de las principales autoridades monetarias.

El *Federal Reserve Act* confiere a la Reserva Federal, autoridad monetaria de Estados Unidos, el objetivo de lograr el máximo empleo, precios estables y tipos de interés a largo plazo moderados.

El Tratado Europeo da al Banco Central Europeo el mandato de mantener la estabilidad de precios como primer objetivo del Eurosistema.

El gobierno británico establece para el Banco de Inglaterra un mandato de estabilidad de precios. Subordinados a este objetivo prioritario, el banco ha de apoyar los objetivos del gobierno en cuanto a aumento del crecimiento y del empleo.

El Banco de Japón tiene como mandato el implementar la política monetaria con el objetivo de mantener la estabilidad de precios.

Durante esta fase las autoridades competentes en materia reguladora adoptan diferentes medidas excepcionales con el objetivo de rescatar los sistemas bancarios de diferentes países y asegurar el funcionamiento del sistema financiero global. Los planes de resolución de crisis norteamericanos son implementados con mayor celeridad que los de la eurozona. Los planes de rescate de las instituciones con problemas de liquidez y los planes de estímulo de los mercados financieros son implementados de manera coordinada con el objetivo de mejorar la situación económica global.

Además de mantener unas políticas monetarias de tipo de interés a la baja y de efectuar inyecciones de liquidez con el objetivo de estimular el mercado interbancario, los diferentes gobiernos efectúan participaciones directas en instituciones bancarias¹⁷⁵, se nacionalizan ciertas instituciones financieras y los gobiernos dan garantía a las emisiones de deuda

¹⁷⁵ En enero del 2009 Lloyds TSB Group compra HSBO y tras la adquisición se crea el Lloyds Banking Group, del que el gobierno británico compra un 43,4%.

efectuadas por entidades financieras. Dada la dificultad de obtener financiación a través de los mercados financieros a la que se confrontan los diferentes agentes económicos, la emisión de deuda pública se convierte en un objetivo prioritario a la hora de garantizar el funcionamiento de los mercados financieros. Los diferentes tesoros públicos aplicaran políticas de emisión de deuda transparentes y predecibles para apoyar la liquidez y la eficiencia de los mercados de manera duradera.

Es en esta fase cuando además, dada la limitación del tipo de interés como herramienta de política monetaria, aumenta la utilización de medidas no convencionales de Expansión Cuantitativa con el objetivo de implementar planes de estímulo de la política monetaria en línea con las necesidades coyunturales del sistema financiero, (Klyuev, de Imus, Srinivasan, 2009).

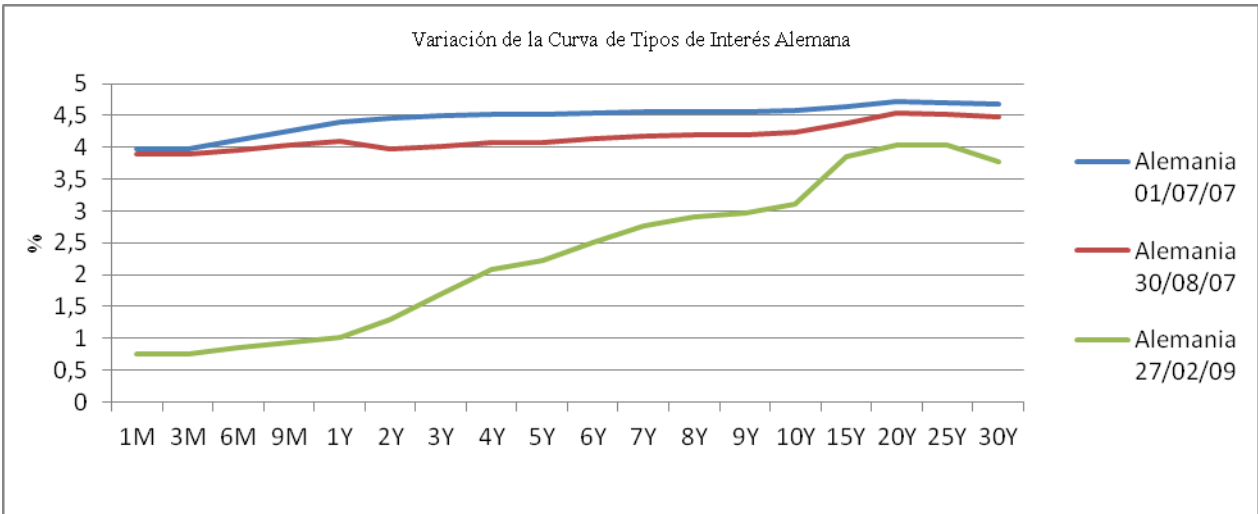
5.3.2. Curvas de tipo de interés en la segunda fase de la crisis

Hemos definido este segundo periodo de la crisis dentro de un rango de fechas que va desde agosto del 2008 a febrero del 2009, momento en el que los datos económicos se aproximan a sus puntos más bajos tanto en crecimiento como en inflación y desempleo. Existe en ese momento una alta aversión al riesgo dentro de un contexto de política monetaria acomodaticia de los principales Bancos Centrales, a los que les queda poco margen de maniobra en cuanto a la utilización de la herramienta tradicional de tipo de interés director.

Elegimos como fecha para analizar las curvas de tipo de interés dentro de este periodo el 27 de febrero del 2009 ya que se aproxima al punto más bajo de los indicadores económicos analizados y refleja el cambio estructural de la curva de tipos tras el impacto de la crisis económica financiera acontecida durante este periodo.

Al tomar la curva alemana como la curva de referencia de tipos de interés europea, observamos como su estructura ha cambiado profundamente desde la fecha de corte elegida en las fases precedentes (gráfico número 105). La curva refleja la evolución de la situación económica y financiera y constatamos a fecha 27 de febrero del 2009 una evolución a la baja muy acentuada de los tipos de interés a corto plazo, la cual es propiciada por la política monetaria acomodaticia llevada a cabo por la autoridad monetaria.

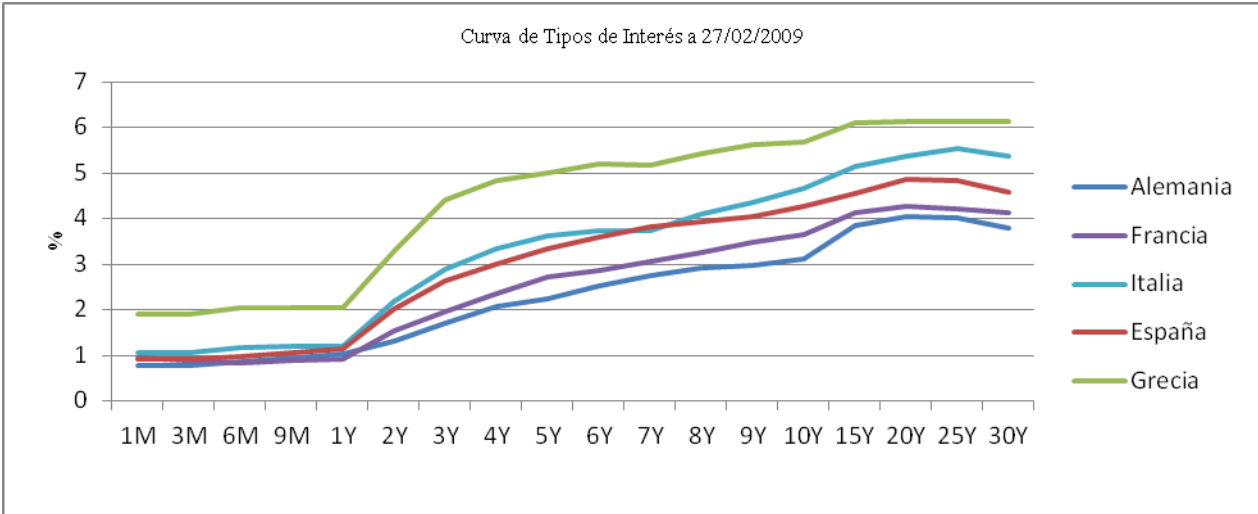
Gráfico 105. Variaciones de la curva de tipos de interés alemana I.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Como reflejo de la política monetaria aplicada, todas las curvas de tipos europeas presentan unos tipos de interés a corto plazo marcadamente bajos (gráfico número 106). Al analizar las diferentes curvas europeas observamos una mayor amplitud de los spreads respecto a la curva alemana. Comienzan a ampliarse los spreads entre los países de la periferia europea y los de Alemania y Francia. España que presentaba una curva de tipos de interés muy similar a la alemana el 1 de Enero del 2007 presenta a 27 de febrero del 2009 primas de riesgo significativas para todos los vencimientos.

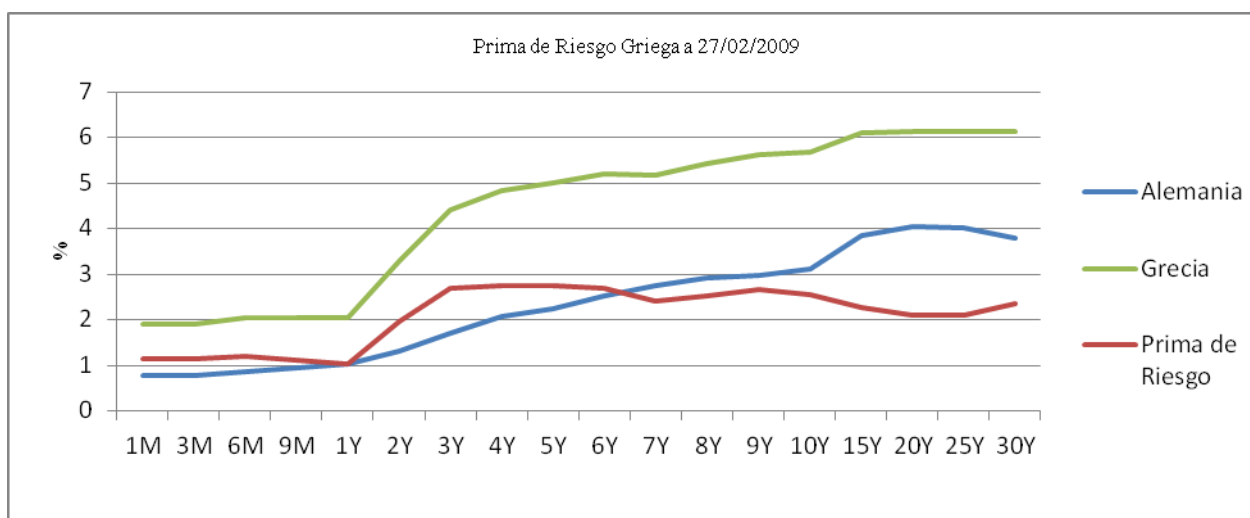
Gráfico 106. Curvas de tipos europeas a 27/02/2009.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

La prima de riesgo griega que comenzaba a crecer en el periodo anterior en los vencimientos bajos es ahora muy importante a lo largo de toda la curva de tipos de interés. La prima de riesgo griega a tres meses pasa de 25 puntos básicos el 1 de enero del 2007 a 1,14% puntos básicos el 27 de febrero del 2009. En el vencimiento a un año pasa de 8 puntos básicos a 1,02%. Los vencimientos medios son los que más ven crecer la prima de riesgo, pasando la del vencimiento a cinco años de 13 puntos básicos a 2,76%. La prima de riesgo griega del vencimiento a 30 años pasa de 40 puntos básicos a 2,35% (gráfico número 107).

Gráfico 107. Prima de riesgo griega a 27/02/2009.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

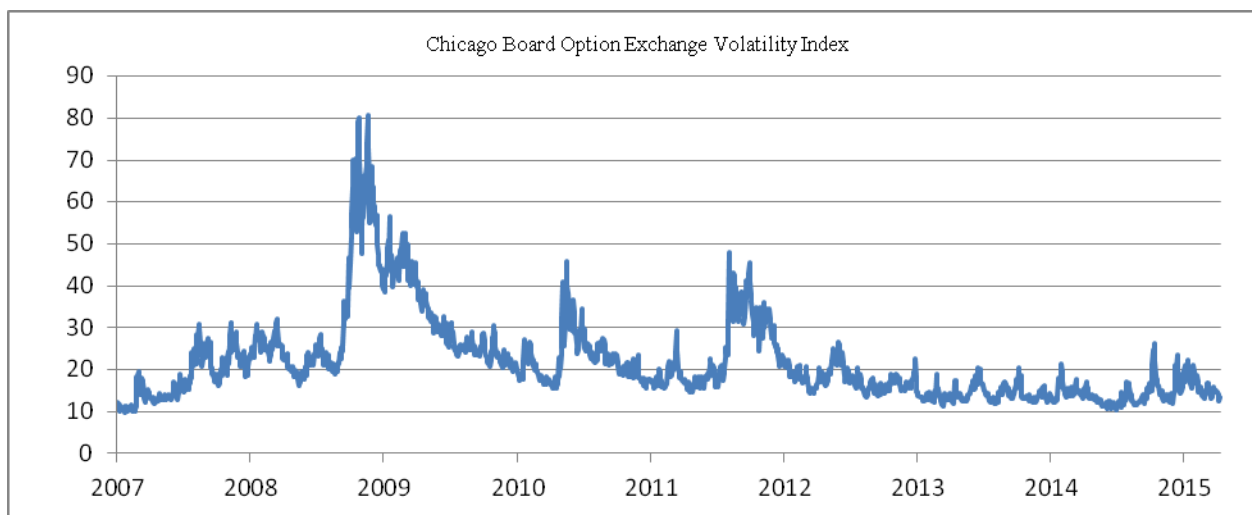
El riesgo de crédito es incorporado en las curvas de tipo de interés de manera mucho más significativa que en los periodos anteriores. Como consecuencia existe un ensanchamiento importante de los spreads entre diferentes emisores de deuda y las primas de riesgo aumentan. La volatilidad de los mercados de deuda comienza a acentuarse en este periodo con episodios de muy alta volatilidad en comparación con la primera fase y con la alta estabilidad del periodo previo a la crisis. El contexto financiero será de extrema volatilidad durante la siguiente fase.

5.3.3. Adaptación del coste de financiación de las IFIS en la segunda fase de la crisis

Tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre del 2008, las primas de riesgo de todas las categorías de emisores de deuda comienzan a aumentar. En la segunda fase de la crisis

observamos como los costes de financiación estimados se deterioran rápida y muy significativamente mientras que continúa existiendo un nivel de volatilidad¹⁷⁶ elevado en los mercados financieros, que analizamos en el gráfico número 108 a través del índice VIX.

Gráfico 108. Evolución de la volatilidad medida a través del VIX.



Fuente: Elaboración propia con datos del CBOE

Esta volatilidad varía en función de los acontecimientos económicos y financieros y observamos como en los periodos en los que la percepción del riesgo de crédito en los mercados es más elevada la volatilidad aumenta. Como vemos en el gráfico número 109, el *Market Itraxx Europe Index*¹⁷⁷ representa el riesgo de crédito de emisores europeos a través de sus derivados de crédito.

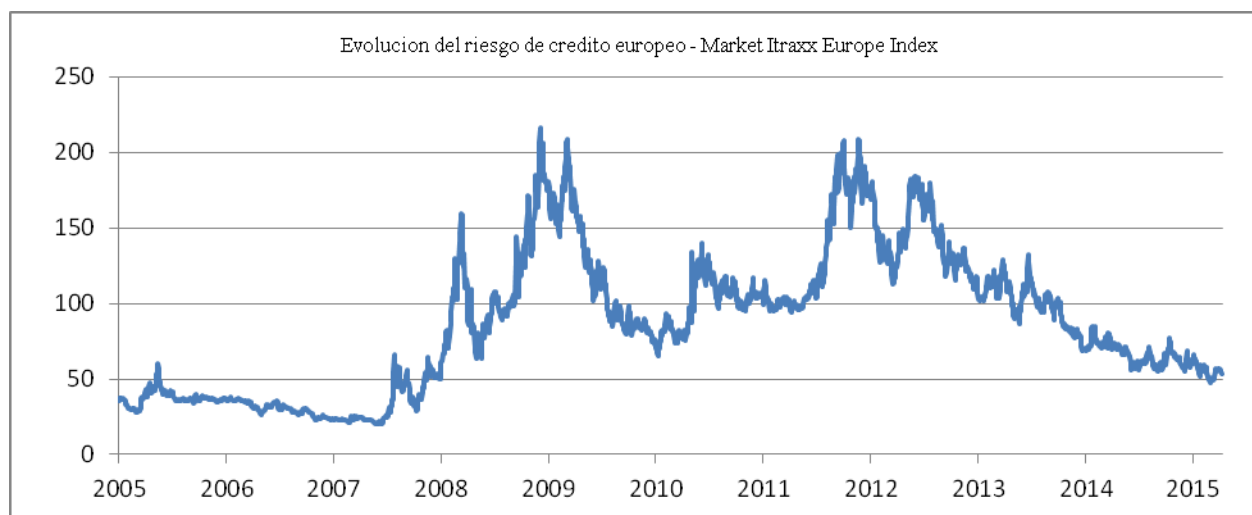
Al analizar el comportamiento del coste de financiación de las IFIS observamos un nivel de volatilidad importante en el *basis swap* y unas cotizaciones en el mercado secundario de deuda que comienzan a aumentar, saliendo así del estado de estabilidad en el que habían permanecido durante los periodos anteriores y comenzando a sufrir el impacto de la volatilidad existente en los mercados (Bloomberg, 2014).

¹⁷⁶ Utilizamos como indicador de volatilidad de los mercados financieros el *Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX)*, que analiza la volatilidad de los títulos negociados en el índice de acciones Standard & Poor's 500.

¹⁷⁷ El *Market Itraxx Europe Index (MIEI)* utiliza, con la misma ponderación, 125 derivados de crédito, *credit default swaps*, de entidades corporativas europeas divididas en cuatro sub-índices: 1) financieras no subordinadas, 2) Financieras subordinadas, 3) no financieras y 4) de alta volatilidad.

Los costes de financiación estimados del mercado primario para el sector SSA al ser calculados en términos de Euribor 3 meses *all-in-cost*, comienzan en este periodo a mostrar un diferencial positivo respecto al Euribor 3 meses, constatándose un aumento de los costes de financiación para todos los sectores del mercado.

Gráfico 109. Evolución del riesgo de crédito en Europa.



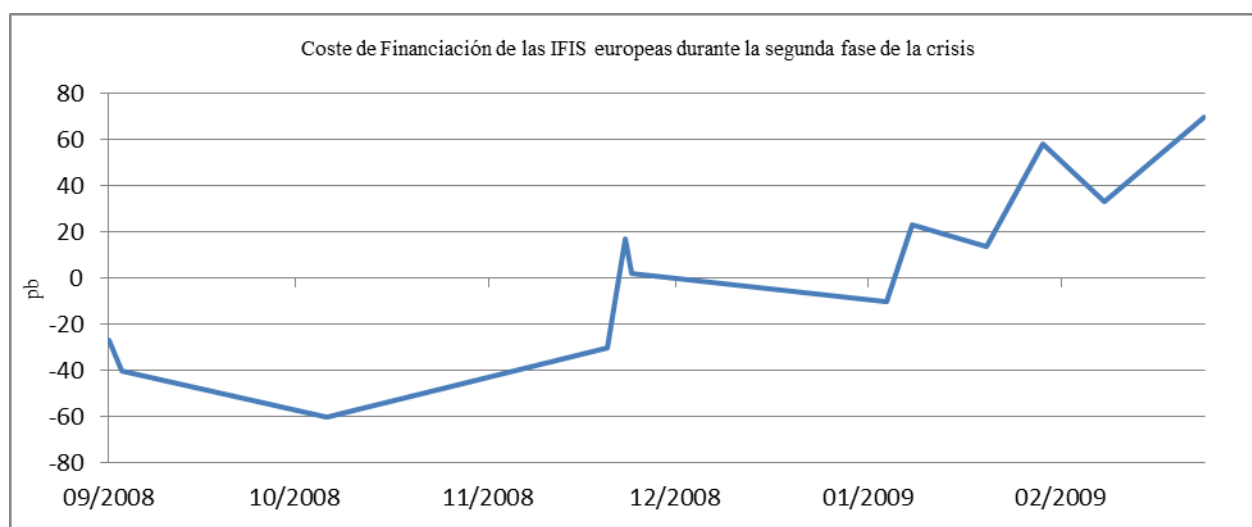
Fuente: Elaboración propia con datos de Markit Itraxx

El horizonte de vencimientos de los bonos emitidos en esta fase continúa siendo corto ya que muy pocos emisores efectúan operaciones más allá de los cinco años dada la escasez de la demanda para vencimientos largos. Ante una coyuntura general de aversión al riesgo, algunos emisores de muy alta calidad crediticia consiguen identificar el interés de ciertos grupos de emisores por los plazos largos siempre y cuando las primas ofrecidas sobre los plazos más cortos sean relevantes.

La composición de la base de inversores del sector SSA, comienza a variar ya que inversores que en fases anteriores buscaban rendimiento en la compra de bonos de baja calidad crediticia comienzan a cambiar su actitud ante la paridad rentabilidad-riesgo en un contexto de mercado de alta aversión al riesgo y de bajos tipos de interés. En esta fase existen emisiones efectuadas por emisores de alta calidad crediticia que, contrariamente a las fases anteriores, comienzan a pagar primas significativas para poder financiarse a plazos medios y largos, lo que hace que gestores de activos, fondos de pensiones, tesorerías de instituciones comerciales y compañías aseguradoras comiencen a interesarse por los bonos de las IFIS europeas y empiecen así a tomar mayor peso en la base de inversores de estas últimas.

Las IFIS europeas continúan incorporando la diversificación de los mercados de deuda en los que emiten dentro de sus estrategias. Este comportamiento no persigue únicamente la minimización del coste de financiación sino también el incremento de la base de inversores con el fin de maximizar la demanda potencial de los bonos emitidos a diferentes vencimientos en un contexto de mercado de elevada segmentación de dicha demanda.

Gráfico 110. Adaptación del coste de financiación de las IFIS europeas en la segunda fase de la crisis.



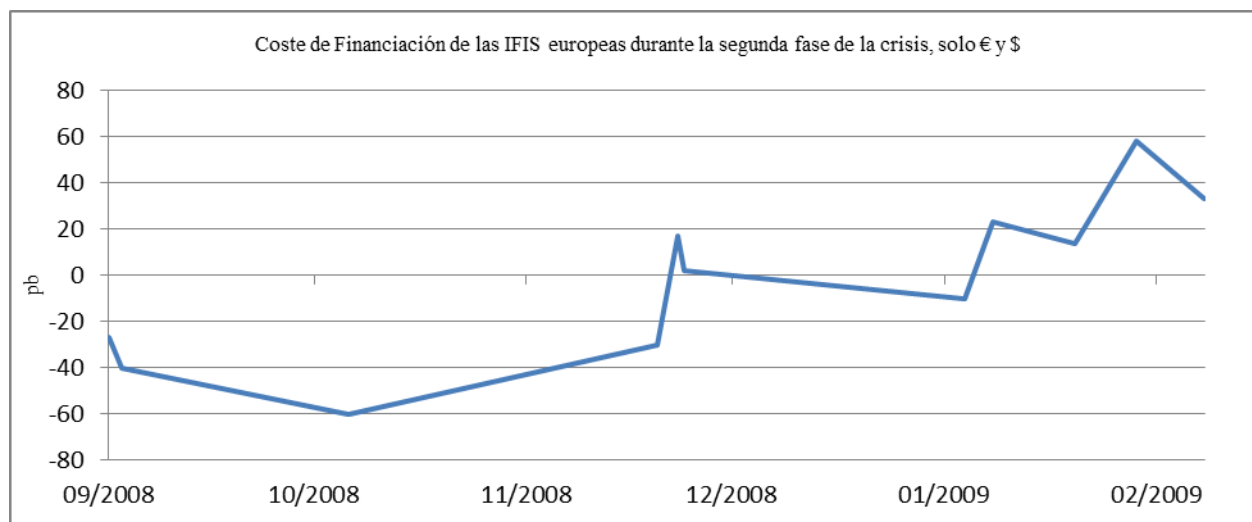
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Reuters

Al elaborar el gráfico número 110 hemos tomado doce transacciones de referencia efectuadas por las IFIS europeas durante la segunda fase de la crisis con vencimientos entre tres y veinte años. Estas transacciones han sido efectuadas en los mercados de euro, dólar y libra esterlina. Los costes de financiación estimados aumentan muy significativamente en esta fase y mantienen diferenciales elevados entre transacciones en función del mercado de deuda en el que son emitidas y de su vencimiento. El diferencial de coste de financiación estimado máximo encontrado dentro de las transacciones de referencia escogidas es de 1,3%, muy superior a los encontrados en fases anteriores.

Se han registrado para el análisis del coste de financiación estimado de las IFIS europeas en esta fase solamente dos transacciones a largo plazo con vencimientos de diez y veinte años respectivamente. Los vencimientos de las demás transacciones de la fase son iguales o inferiores a los cinco años.

Si nos limitamos a las transacciones realizadas en los mercados euro y dólar, este diferencial sigue siendo elevado pero se reduce al 1,18%.

Gráfico 111. Adaptación del coste de financiación de las IFIS europeas en la segunda fase de la crisis, € y \$.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Reuters

Para la segunda fase de la crisis existe una fuerte correlación entre la serie de datos de coste de financiación estimado de las IFIS europeas, incluyendo tres mercados de deuda, y la serie de datos incluyendo únicamente las emisiones efectuadas en euro y en dólar (gráfico número 111). Esto es debido principalmente a que solo se ha incluido una transacción de referencia no realizada en euro o en dólar, mercados más importantes de esta fase.

5.4. Tercera fase de la crisis: marzo 2009 – diciembre 2014

La tercera fase de la crisis establecida en esta Tesis tiene una duración de cinco años y diez meses. En esta fase se establecen importantes cambios de las políticas económicas globales (Freedman, Kumhor, Laxton, Muir, 2010) ante el impacto internacional de la crisis financiera (WB, 2010a; 2010b) y la necesidad de reequilibrar la economía global (IMF, 2010).

Los indicadores económicos, tras una pronunciada recesión, tocan fondo al inicio de esta fase y remontan posteriormente tanto en Estados Unidos como en Europa. Sin embargo, Europa tras una ligera recuperación sufre el impacto de la crisis de deuda soberana y como consecuencia una segunda recesión. El bajo crecimiento europeo, que conlleva un alto nivel

de desempleo y una inflación excesivamente baja, hacen que la recuperación económica estable de la Eurozona no sea lograda durante esta fase a pesar de la existencia de algunas mejoras puntuales en el crecimiento económico. El tipo de interés de referencia fijado por el BCE baja durante esta fase hasta el 0,05% y la FED lo mantendrá durante toda la fase al 0,25%. La tercera fase de la crisis se caracteriza por una alta volatilidad que afecta directamente en la primas de riesgo de los emisores soberanos europeos, que llegan en algunos momentos a niveles sin precedentes.

En Europa, que atraviesa la crisis de deuda soberana, se añaden, a las medidas de economía monetaria, nuevas medidas de política fiscal y se estructuran planes de rescate tanto para países con dificultades para financiarse por sí mismo como para entidades bancarias. Se acuerdan así paquetes de ayuda a los países en dificultades financieras, se establecen los mecanismos de ayuda financiera, tanto para gobiernos como para instituciones financieras, el Banco Central Europeo introduce programas de financiación a medio plazo a través de las operaciones *Longer-Term Refinancing Operation (LTRO)* y se establecen nuevas medidas reguladoras.

5.4.1. Contexto Económico-Financiero en la tercera fase de la Crisis

Esta fase comienza con una fuerte crisis económica en la que los mercados financieros no son totalmente eficientes. Las políticas monetarias convencionales han comenzado a ser reforzadas en la fase previa con medidas no convencionales y la política fiscal pasa a ser determinante en la Eurozona tras el comienzo de la crisis de deuda soberana europea. Al principio de este periodo, Estados Unidos elabora e implementa un plan de estabilización de su sistema financiero¹⁷⁸ y un programa para limitar el impacto de los activos tóxicos¹⁷⁹. En Europa, a la crisis financiera le sigue la crisis económica y las consecuencias de ambas dan

178 Existe una fuerte volatilidad en los mercados financieros americanos durante la elaboración a principios del 2009 del Financial Stability Plan.

179 Los activos tóxicos del sistema financiero son valorados por el Fondo Monetario Internacional en \$3 trillones al final del primer trimestre del 2009. El programa de activos tóxicos es una proposición de colaboración entre los sectores público y privado con el objetivo de tratar la problemática de los activos tóxicos como una de las causas primordiales de la falta de liquidez del sistema y de la tardanza de una normalización de las actividades interbancarias ya que estos activos tienen un impacto muy negativo en los balances de bancos, gestores de activos y fondos de pensiones. Estos activos son de difícil valoración en un periodo de alta volatilidad.

como resultado una crisis fiscal. La Eurozona elabora los planes de rescate necesarios para evitar la quiebra de los países pertenecientes a la moneda única. Durante este periodo, Grecia, Irlanda y Portugal recibirán ayudas que conllevan la incorporación de medidas preventivas y correctoras. Al final de esta fase, algunos de los países europeos que habían recibido ayuda financiera, como Irlanda y Portugal, vuelven a financiarse por sí mismos a través de los mercados de deuda.

El G20¹⁸⁰ elabora planes de actuación ante la crisis de doble índole, a corto y a largo plazo. A corto plazo las medidas inmediatas deben enfrentarse a la crisis económica del momento y permitir volver a unos mercados de crédito que ofrezcan liquidez. A largo plazo, las medidas a implementar son destinadas a crear un marco regulador en línea con las necesidades del sistema financiero y económico global con el objetivo de evitar desequilibrios y abusos del sistema que generen nuevas crisis futuras.

Las políticas fiscales y las medidas monetarias no convencionales son una realidad al comienzo de esta fase. Sin embargo la situación continúa sin ser resuelta dada la acentuación de la crisis de deuda soberana europea y la probabilidad de quiebra de ciertos gobiernos. Esta situación incrementa los problemas económicos y financieros a los que hacer frente, provocando un alto nivel de incertidumbre que se transforma en una alta volatilidad de los mercados financieros. El gran objetivo de esta fase es el de alcanzar una política macroeconómica global equilibrada que junto con la regulación necesaria sea capaz de hacer frente a los problemas de endeudamiento excesivo de gobiernos, instituciones e individuos.

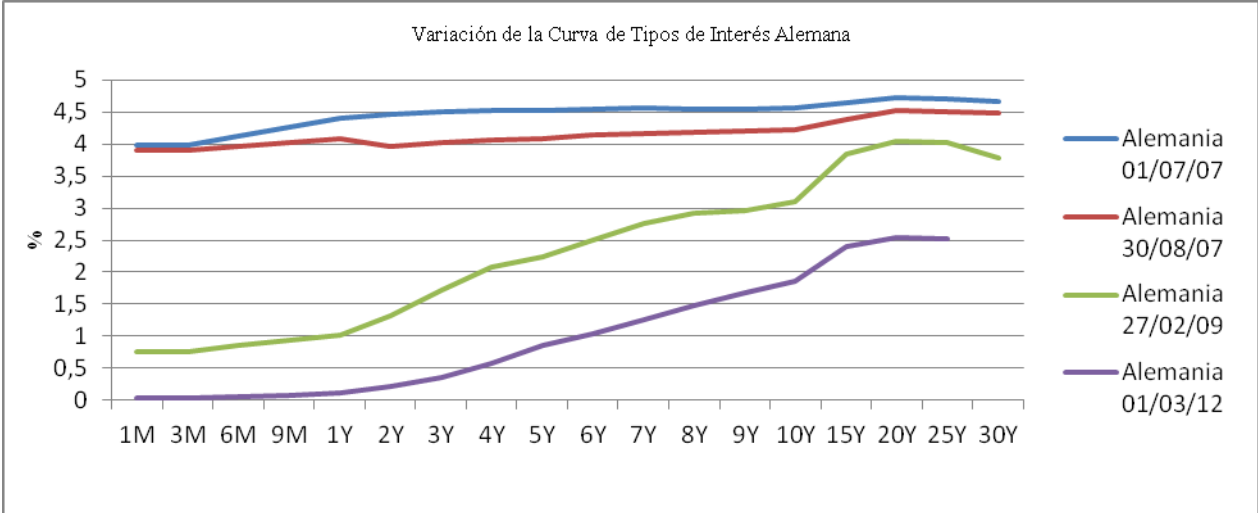
5.4.2. Curvas de tipo de interés en la tercera fase de la crisis

Hemos tomado el 1 de marzo del 2012 como fecha de referencia a la hora de analizar las curvas de tipos de interés europeas ya que es en esta fecha cuando la prima de riesgo de los países de la periferia de la Eurozona, especialmente la griega, llega a sus máximos.

¹⁸⁰ El G20 decide en su reunión de abril del 2009 en Londres la aprobación de \$1 trillón de dólares como apoyo a la economía global vía aportaciones suplementarias al FMI, crédito al comercio y Derechos Especiales de Giro. Las medidas aprobadas por el G20 serán de especial importancia para los países en vías de desarrollo amenazados por la crisis financiera y económica global.

En el gráfico número 112 observamos como la curva de tipos alemana llega a sus niveles mínimos tras la aplicación de una política monetaria acomodaticia consecuencia de la crisis sufrida. La baja tasa de inflación y la creciente aversión al riesgo hacen que el rendimiento del activo sin riesgo europeo descienda hasta mínimos históricos.

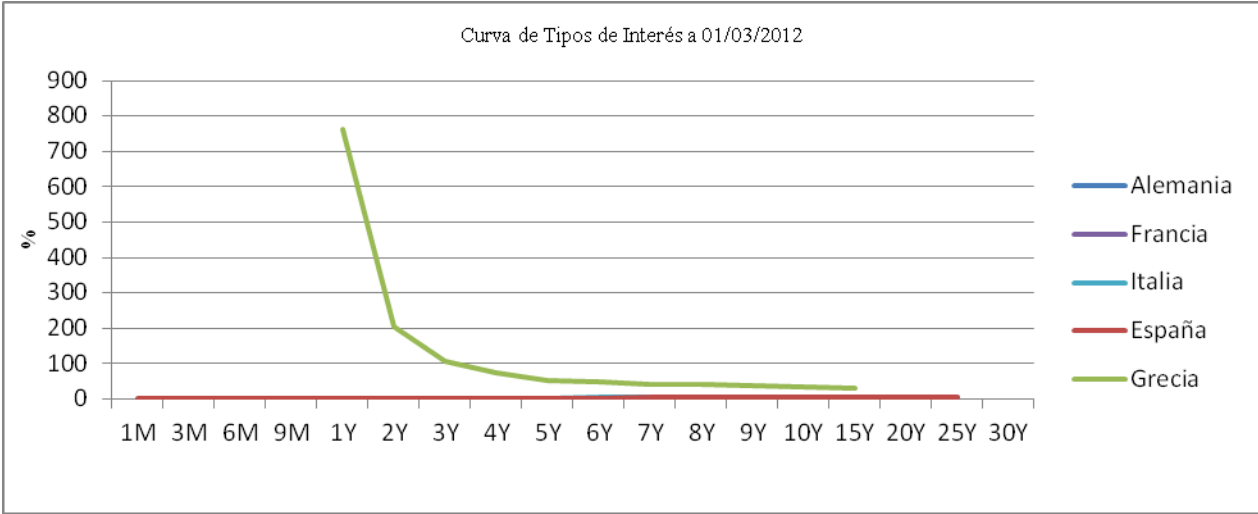
Gráfico 112. Variaciones de la curva de tipos de interés alemana II.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

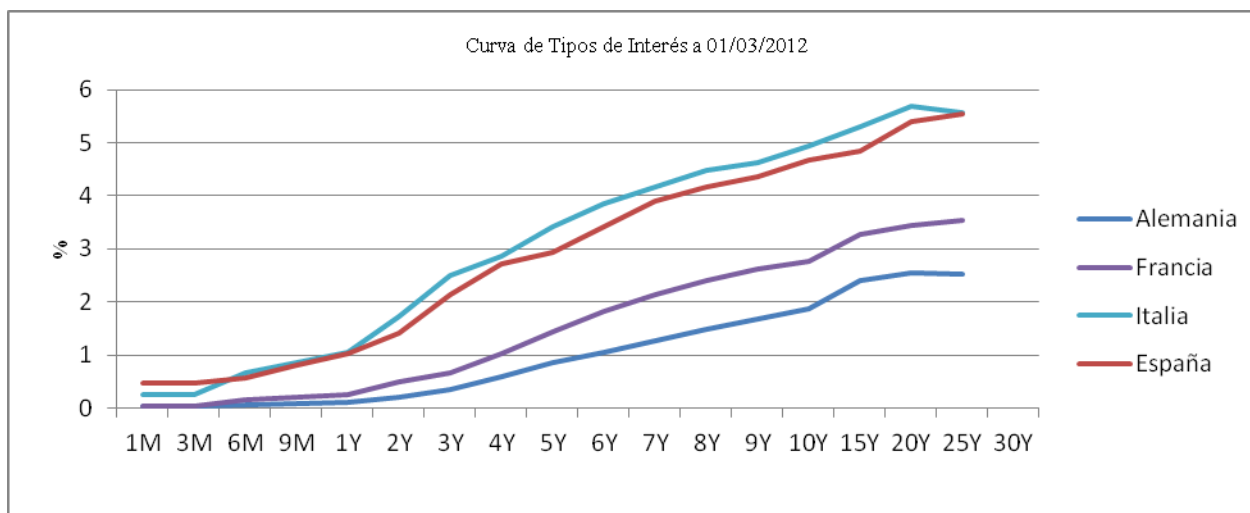
Al analizar las curvas de tipo de interés de los diferentes países europeos (gráfico número 113), constatamos como tanto los niveles de tipos de interés griegos como su prima de riesgo (gráfico número 115) dejan de ser comparables en este periodo ya que alcanzan cotas que reflejan la falta de confianza extrema de los mercados de capital en el crédito griego. En el gráfico número 114 excluimos Grecia con el fin de obtener curvas comparables.

Gráfico 113. Curvas de tipos europeas a 01/03/2012.



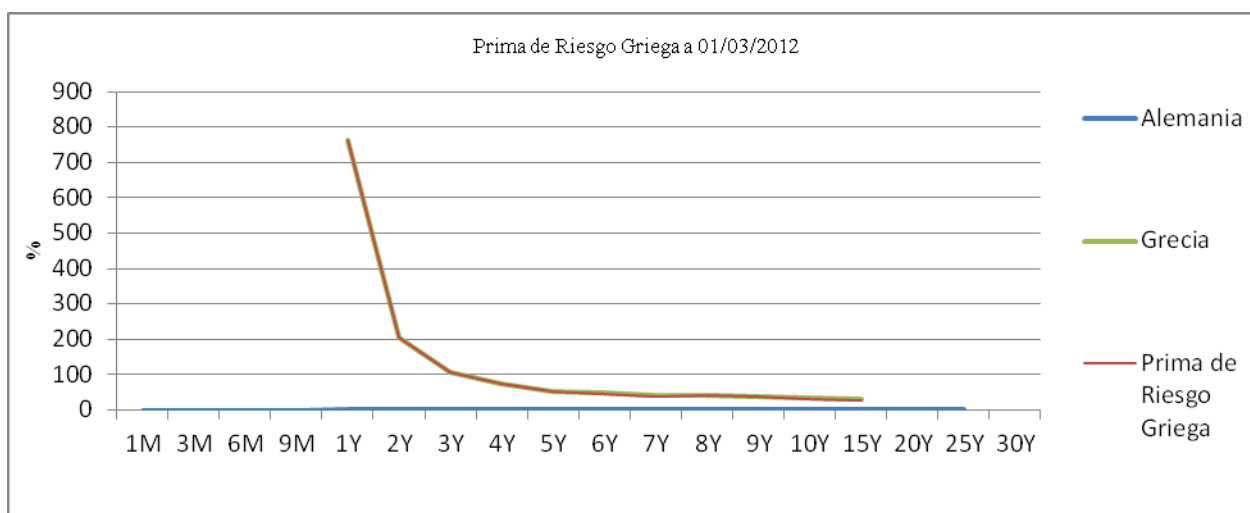
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Gráfico 114. Curvas de tipos europeas a 01/03/2012 sin incluir Grecia.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

Gráfico 115. Prima de riesgo griega a 01/03/2012.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg

5.4.3. Adaptación del coste de financiación de las IFIS en la tercera fase de la crisis

En la tercera fase de la crisis observamos una alta volatilidad de los costes de financiación. Al analizar el comportamiento del coste de financiación de las IFIS, observamos un nivel de volatilidad importante tanto en el *basis swap* como en las cotizaciones en el mercado secundario de la deuda emitida por las IFIS europeas. La volatilidad en los mercados de deuda

Europeos, dada la crisis de deuda soberana europea, es muy alta durante esta fase e impacta directamente en los costes de financiación de las IFIS europeas (Bloomberg, 2015).

Los costes de financiación del mercado primario para el sector SSA, al ser calculados en términos de Euribor 3 meses *all-in-cost*, mantienen un diferencial respecto al Euribor 3 meses principalmente positivo aunque en ocasiones, para vencimientos cortos, estos diferenciales son negativos. La volatilidad del coste de financiación estimado a lo largo de esta fase, la más larga de las fases en las que hemos dividido la crisis, es muy alta.

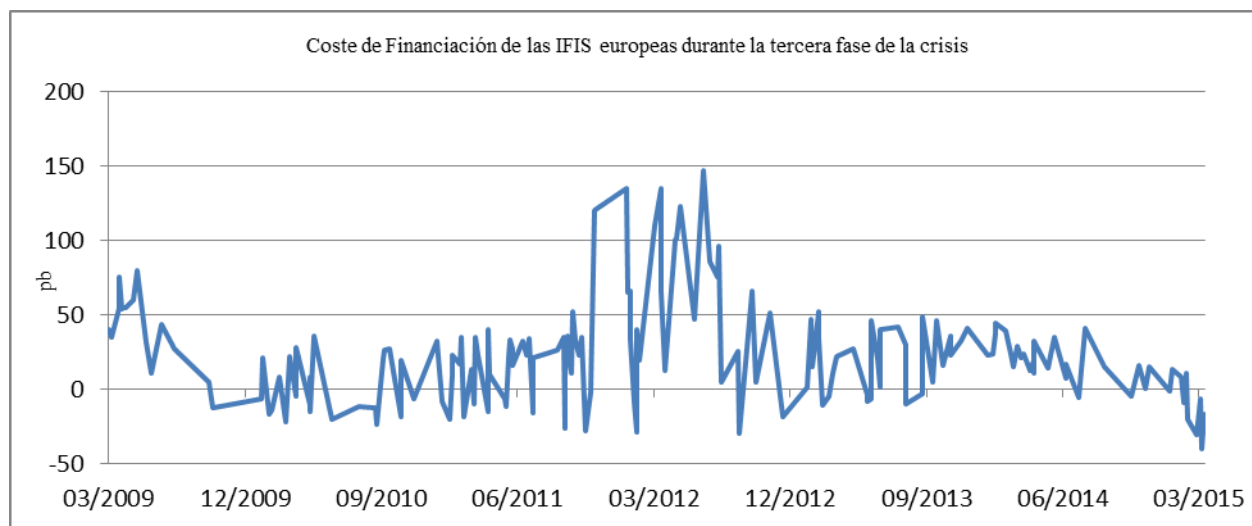
El horizonte de vencimientos de esta fase es variable. Al principio de la misma las emisiones efectuadas son mayoritariamente a corto y medio plazo para aumentar progresivamente. La crisis de deuda soberana europea tiene un impacto directo en los costes de financiación de las IFIS europeas ya que las primas demandadas por los inversores son importantes en los momentos de mayor estrés en los mercados financieros.

La composición de la base de inversores del sector SSA sigue su proceso de transformación e integra un cada vez mayor número de inversores no institucionales. Las instituciones financieras bancarias, dada la nueva regulación internacional en términos de capital y liquidez, integran en sus carteras volúmenes importantes de deuda emitida por el sector SSA. Las instituciones aseguradoras y los fondos de pensiones compran bonos del sector en los momentos en los que pocos emisores pueden emitir plazos largos. Otros inversores, ante los bajos tipos de interés del mercado, prefieren integrar en sus carteras bonos de alta calidad crediticia al considerar que los diferenciales de rendimiento de calidades de crédito inferiores no compensan el mayor riesgo asumido.

La oferta de bonos emitidos por el sector SSA aumenta significativamente a lo largo de este periodo, lo que facilita la diversificación de la base de inversores. Este incremento de la deuda emitida por el sector SSA se debe al aumento de emisiones de instituciones financieras con garantía del Estado al que pertenecen, al aumento de las necesidades de financiación de los Estados para financiar sus crecientes déficits públicos y al incremento de los programas de financiación de las IFIS y agencias con objetivo de proveer crédito que favorezca la reactivación económica de las zonas más necesitadas. Los mecanismos de ayuda financiera europeos también contribuyen al aumento del volumen de emisión del sector SSA. Las IFIS

europas continúan participando en diferentes mercados de deuda pero el dólar y el euro continúan siendo los más importantes.

Gráfico 116. Adaptación del coste de financiación de las IFIS europeas en la tercera fase de la crisis.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Reuters

En el gráfico número 116 hemos tomado 179 transacciones de referencia efectuadas por las IFIS europeas durante la tercera fase de la crisis con vencimientos entre dos y treinta años. Dada la amplitud de esta fase y la importancia predominante de los mercados euro y dólar hemos tomado únicamente transacciones efectuadas en dichos mercados. Los costes de financiación atraviesan fuertes periodos de volatilidad durante esta fase y mantienen importantes diferenciales en función de los mercados de emisión y de los vencimientos. El diferencial de coste de financiación estimado máximo encontrado dentro de las transacciones de referencia escogidas es de 1,77%, el más alto de todas las fases en las que hemos dividido la crisis para el análisis del coste de financiación estimado de las IFIS europeas.

Hemos finalizado el análisis del tercer periodo de la crisis en diciembre del 2014. Consideramos que un nuevo periodo empieza a partir de esta fecha con la introducción de la ampliación¹⁸¹ de la política monetaria de Expansión Cuantitativa del BCE, en línea con sus criterios de implementación de política monetaria (ECB, 2008), dada la situación económica de la Eurozona de baja inflación y crecimiento dentro de una política monetaria acomodaticia en la que los instrumentos de política monetaria tradicional han sido agotados. Observamos

¹⁸¹ El Banco Central Europeo ya había introducido medidas de política monetaria no convencional en mayo del 2009 con la introducción de un programa de compra de cédulas hipotecarias, *covered bonds*, en torno a los €60 billones.

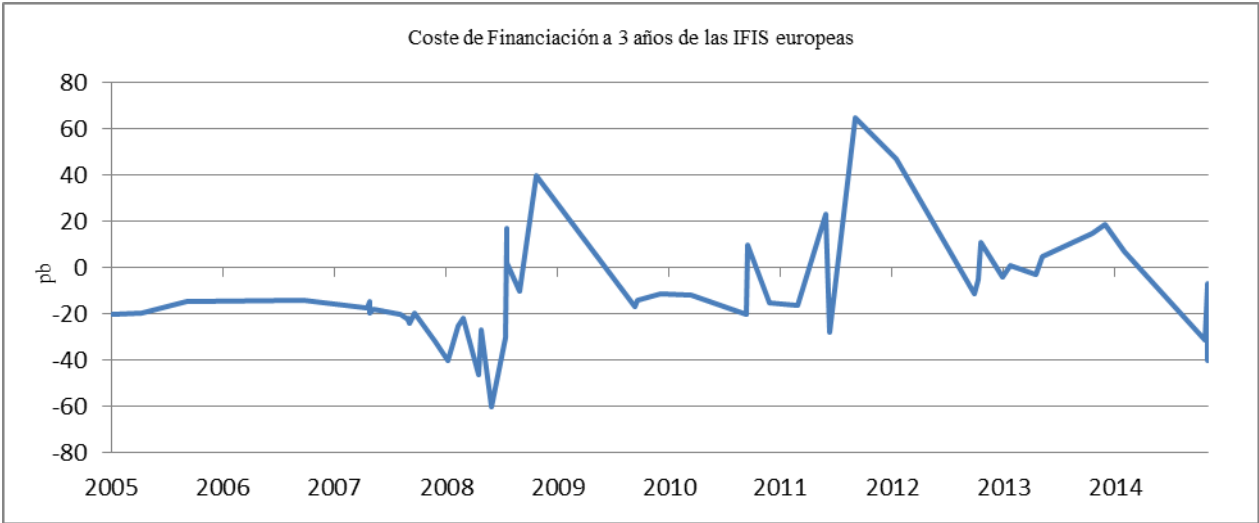
como en esta nueva fase persiste la volatilidad de los costes de financiación estimados de las IFIS europeas ya que desde comienzos del año 2015 se produce su disminución.

6. Adaptación del coste de financiación a los cambios del periodo 2007-2014

Analizamos la evolución del coste de financiación estimado de las IFIS europeas a lo largo de las cuatro fases descritas anteriormente con el objetivo de establecer la medida en la que dichas instituciones han sido capaces, en términos de acceso a la financiación, de adaptarse a la evolución del contexto financiero global.

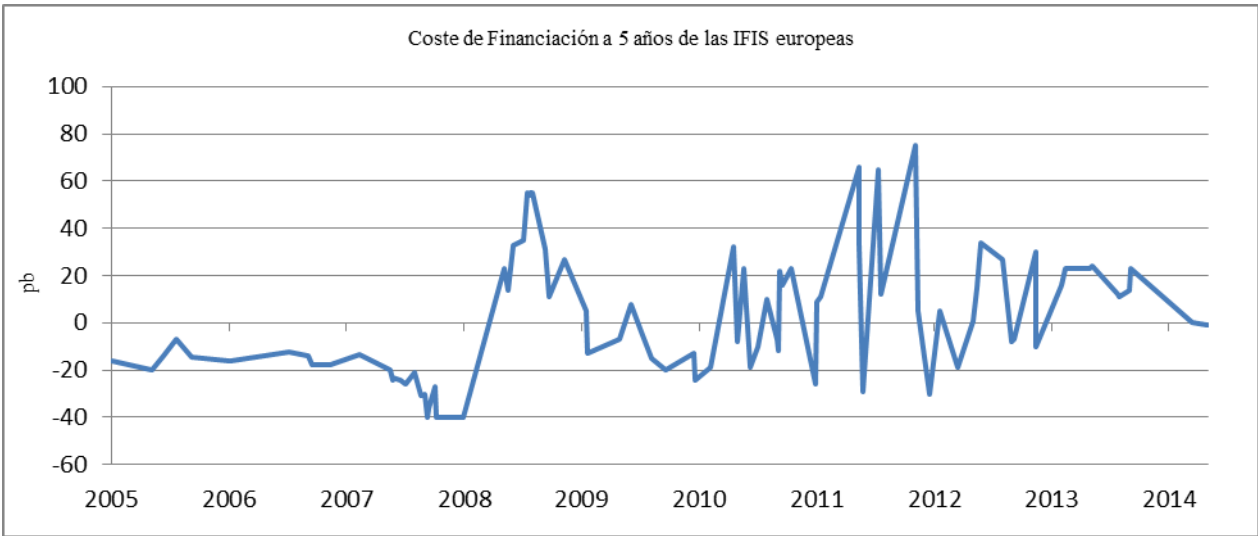
En los momentos de máximo estrés financiero, cuando se produce una deterioración del coste de financiación de las IFIS europeas, la demanda de sus bonos por parte de las instituciones oficiales desciende. Ante esta situación, las IFIS europeas han de enfrentarse al doble reto de identificar una nueva demanda alternativa y de fijar el precio al que realizar sus emisiones ante un proceso de fijación de precios cambiante en el que las cotizaciones de los mercados secundarios dejan de ser una referencia poco indicativa. Esta situación hace necesaria la ampliación de la base de inversores con el fin de garantizar la colocación de los bonos a emitir. Es igualmente necesaria, para evitar situaciones de falta de liquidez, una adaptación rápida de las instituciones emisoras respecto a la evolución de la prima de riesgo exigida por los inversores en las nuevas transacciones lanzadas en los mercados financieros.

Gráfico 117. Adaptación del coste de financiación a tres años de las IFIS europeas.



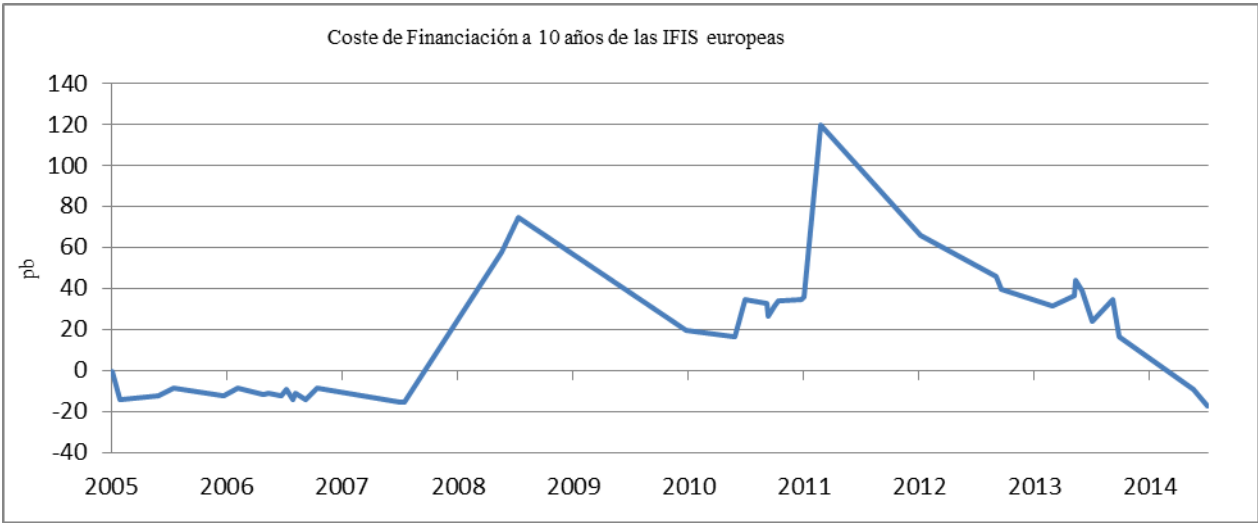
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Reuters

Gráfico 118. Adaptación del coste de financiación a cinco años de las IFIS europeas.



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Reuters

Gráfico 119. Adaptación del coste de financiación a diez años de las IFIS europeas.



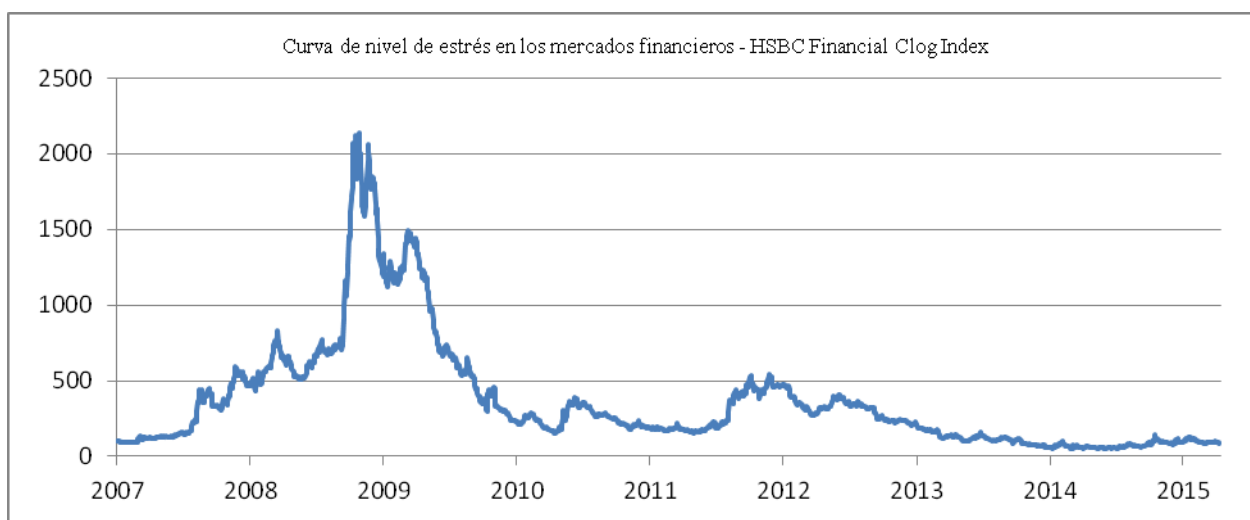
Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg y Reuters

La Base de Datos Coste de Financiación permite concluir que la ampliación de la base de inversores de las instituciones financieras internacionales europeas durante la crisis ha sido suficiente para permitir la suscripción de las transacciones de deuda efectuadas. Las transacciones analizadas nos permiten concluir igualmente que las IFIS europeas han sido capaces de adaptarse en cuanto a la integración de las primas de nueva emisión necesarias en los diferentes episodios de la crisis en los que el inversor era demandante de un mayor nivel de rendimiento de las emisiones dada su creciente aversión al riesgo.

Para analizar si los costes de financiación estimados de diferentes vencimientos están correlacionados hemos seleccionado las transacciones de referencia efectuadas por las IFIS europeas en los vencimientos a tres, cinco y diez años por ser los de mayor volumen. Observamos que en los tres vencimientos analizados la tendencia al alza o a la baja del coste de financiación estimado se encuentra correlacionada. A partir de los gráficos anteriores podemos concluir que existe una fuerte correlación entre la evolución de los costes de financiación estimados a diferentes vencimientos. Esta correlación demuestra que la coyuntura económica y financiera impacta de manera equivalente en las emisiones de deuda del sector a lo largo de la curva de vencimientos.

A continuación analizamos la relación entre el estrés financiero de los mercados y los periodos en los que se producen las principales variaciones en el coste de financiación estimado de las IFIS europeas. Por el importante volumen de activos negociados que representa tomamos como índice de referencia de estrés financiero el *HSBC Financial Clog Index*¹⁸², que mide el estrés agregado del sistema financiero de Estados Unidos.

Gráfico 120. Evolución del estrés financiero a través del HSBC Financial Clog Index.



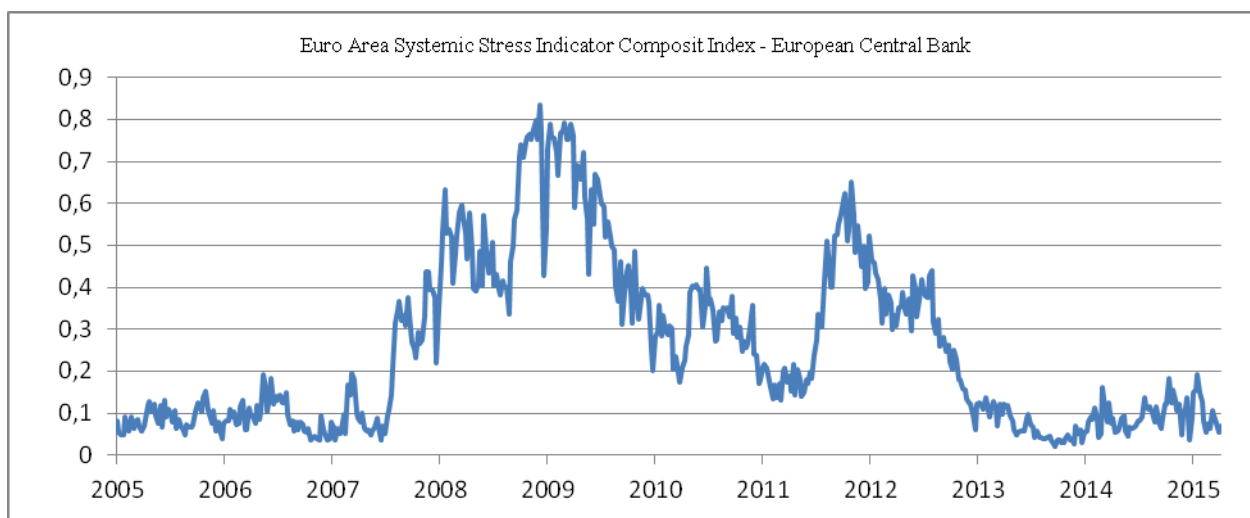
Fuente: Elaboración propia con datos de HSBC y Bloomberg

¹⁸² The HSBC Financial Clog Index incluye: 1) Estrés del mercado interbancario, medido a través de los diferenciales de este mercado. 2) Riesgo de quiebra de las instituciones financieras, medido a través de los diferenciales de los derivados de crédito, CDS, de las instituciones financieras de Estados Unidos. 3) Diferenciales de crédito de las agencias hipotecarias, medidos a través de los diferenciales de crédito de Fannie Mae y Freddie Mac. 4) Volatilidad de las acciones, medida a través del índice VIX. Los cuatro componentes tienen el mismo peso dentro del índice.

Observamos que el estrés de los mercados financieros de Estados Unidos es bajo durante la fase previa a la crisis. Durante la primera fase de la crisis, de agosto del 2007 a agosto del 2008, comienza a aumentar significativamente y presenta una alta volatilidad¹⁸³. Durante la segunda fase de la crisis, de septiembre 2008 a febrero del 2009, el estrés financiero mantiene un nivel de volatilidad alto y llega a su máximo en octubre del 2008. Desde el comienzo de la tercera fase de la crisis, de marzo del 2009 a diciembre del 2014, el estrés financiero en el mercado Estadounidense toma una tendencia bajista.

Con el objetivo de poder comparar el coste de financiación de las IFIS europeas con el nivel de estrés de los mercados europeos, analizamos el *Euro Area Systemic Stress Indicator Composit Index (EASSCOMP)*¹⁸⁴, elaborado por el Banco Central Europeo.

Gráfico 121. Evolución del estrés financiero europeo - EASSCOMP.



Fuente: Elaboración propia con datos de European Central Bank

Los dos índices de estrés financiero analizados permiten comparar el estrés financiero de los mercados norteamericano y europeo. Su evolución sigue una fuerte correlación durante el periodo estudiado, con un aspecto diferenciador importante durante la crisis de deuda

¹⁸³ La evolución de los derivados de crédito de las principales instituciones financieras de Estados Unidos (Wells Fargo, Citi, BoA, JPMorgan, Goldman y MS) siguen un patrón común (Bloomberg, 2010).

¹⁸⁴ Hemos elegido este índice de estrés para los mercados financieros europeos ya que es calculado utilizando quince medidas de estrés utilizadas en los mercados por intermediarios financieros, mercados monetarios, mercados de acciones, mercados de bonos y mercados de divisa. La ponderación de los diferentes componentes del índice es equivalente. Así el índice da mayor peso a situaciones en las cuales el estrés es simultáneo en varios segmentos del mercado. El valor del índice se encuentra entre cero y uno, cuanto más cercano a uno el valor del índice, mayor estrés financiero.

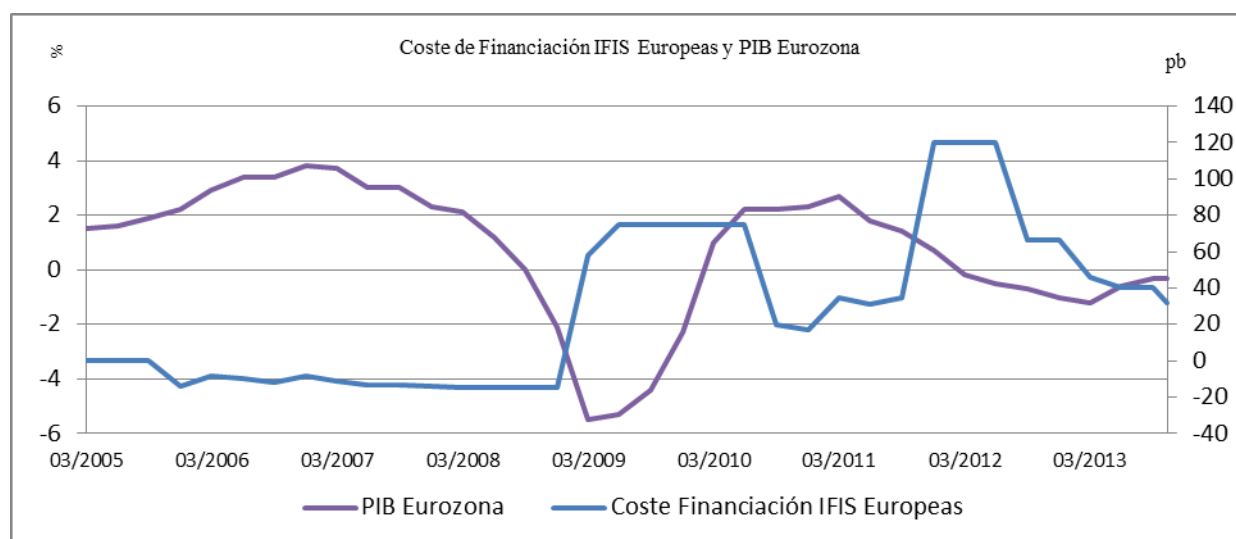
soberana europea, periodo en el que se constata un mayor aumento en estrés financiero europeo que en el norteamericano.

Al comparar el nivel de estrés de los mercados financieros y el coste de financiación estimado de las IFIS Europeas comprobamos que siguen un patrón similar ya que a mayor estrés financiero, mayor es el coste de financiación estimado. A pesar de que los mercados financieros atraviesan periodos de alto estrés y volatilidad, las IFIS europeas, adaptándose a las condiciones de coste de financiación de cada momento, consiguen financiarse mediante la emisión de bonos, obteniendo así los recursos financieros necesarios para llevar a cabo su actividad de préstamo dentro de un contexto de crisis financiera.

7. Contribución de las IFIS Europeas al crecimiento mediante la adaptación de su coste de financiación a los cambios coyunturales.

En este epígrafe analizaremos la evolución del coste de financiación estimado de las IFIS europeas a lo largo de las cuatro fases descritas anteriormente y lo compararemos con la evolución del crecimiento económico en la Eurozona. El objetivo será el de establecer si dichas instituciones han contribuido al crecimiento económico de los países en los que operan a través de los recursos financieros que han logrado obtener en los mercados internacionales de capital y que a su vez les han permitido realizar su objetivo de financiación de proyectos.

Gráfico 122. Adaptación del coste de financiación de las IFIS europeas frente a los cambios del PIB.



Fuente: Elaboración propia con datos de la Base de Datos Coste de Financiación y Eurostat

Hemos tomado como referencia de coste de financiación estimado de las IFIS europeas el coste de financiación estimado *all-in cost* a diez años en el mercado primario. Observamos que en los momentos de mayor estrés económico, crisis financiera tras la quiebra de Lehman Brothers y crisis de deuda soberana europea, el coste de financiación estimado de las IFIS aumenta. Sin embargo, las IFIS europeas, a pesar de la fuerte volatilidad existente en los mercados financieros, consiguen financiarse a través de la emisión de deuda. El ajuste de las IFIS europeas a las nuevas condiciones del mercado contribuye a la reapertura de los mercados de deuda tras los episodios de mayor inestabilidad económica y financiera.

En el gráfico número 122 observamos cómo durante los periodos de caída más pronunciada del crecimiento económico, que coincide con los momentos de mayor crisis financiera, las IFIS europeas han sido capaces de seguir efectuando su actividad de financiación. La relación entre crecimiento económico de la Eurozona y coste de financiación estimado de las IFIS europeas es inversa, a menor crecimiento económico, mayor coste de financiación.

Consideramos que las IFIS europeas han mantenido su actividad de financiación a través de los mercados de deuda, lo que les ha permitido seguir financiando proyectos de desarrollo económico, contribuyendo así al crecimiento económico de los países en los que operan.

8. Conclusión del quinto capítulo

Hemos comenzado el capítulo cinco proponiendo una metodología para la estimación del coste de financiación de las emisiones realizadas en los mercados de deuda. Dicha estimación permite comparar las condiciones de acceso de entidades emisoras con diferentes características de crédito a distintos mercados de deuda, en diferentes vencimientos y a lo largo del tiempo. La Base de Datos Coste de Financiación registra emisiones de deuda de referencia realizadas por entidades de diferentes sectores del mercado desde abril del 2014 en catorce mercados. Tienen en ella especial representación las emisiones de deuda realizadas por el sector SSA europeo y en concreto por las IFIS europeas, ya que estas constituyen el núcleo de análisis de nuestra Tesis.

El análisis de la evolución del coste de financiación de las IFIS europeas se ha desarrollado teniendo en cuenta el impacto de las condiciones de los mercados en la actividad de

financiación de dichas instituciones. Para ello hemos dividido el periodo de análisis en cuatro fases diferentes en cada una de las cuales se ha presentado el contexto económico y financiero existente y la estructura de las curvas de tipo de interés de cinco países de la Eurozona (Alemania, Francia, Italia, España y Grecia). El coste de financiación de las IFIS europeas es analizado conjuntamente para este grupo de emisores a partir de las transacciones registradas en la base de datos coste de financiación.

La fase previa a la crisis dura dos años y cuatro meses. Tal y como ha sido definida en esta Tesis, comienza con el registro de la primera transacción en la Base de Datos Coste de Financiación, es decir, en abril del 2005. Esta fase termina en julio del 2007, momento en el que comienzan los primeros síntomas de la crisis de liquidez. Se analizan emisiones realizadas en siete mercados diferentes, entre tres y treinta y dos años, encontrándose un diferencial de coste de financiación máximo de treinta puntos básicos. Esta es una fase de estabilidad en los mercados financieros y en los costes de financiación de las IFIS europeas.

La primera fase de la crisis dura trece meses, comienza con la crisis de liquidez en agosto del 2007 y finaliza en agosto del 2008, días antes de la quiebra de Lehman Brothers. Se analizan emisiones realizadas en nueve mercados diferentes, entre dos y diez años, encontrándose un diferencial de coste de financiación máximo de cuarenta puntos básicos. En esta fase la volatilidad de los mercados financieros comienza a ser importante y los costes de financiación de las IFIS europeas salen de su situación de estabilidad.

La segunda fase de la crisis dura seis meses, comenzando en septiembre del 2008 y finalizando en febrero del 2009, fecha cercana al punto de inflexión de las principales variables macroeconómica en Estados Unidos y la Eurozona. A partir de este momento, la evolución financiera y económica de las dos zonas económicas es muy diferente. Se analizan emisiones realizadas en tres mercados diferentes, entre dos y veinte años, encontrándose un diferencial de coste de financiación máximo de ciento treinta puntos básicos. La volatilidad de los mercados financieros y del coste de financiación de las IFIS europeas en esta fase es elevada.

La tercera fase de la crisis dura cinco años y diez meses. Comienza en marzo del 2009 y finaliza en diciembre del 2014. Se analizan emisiones realizadas en euro y en dólar, entre dos y treinta años, encontrándose un diferencial de coste de financiación máximo de ciento setenta

y siete puntos básicos. La volatilidad de los mercados financieros y del coste de financiación de las IFIS europeas en esta fase es muy alta.

Tras analizar los resultados de la base de financiación coste de financiación concluimos que las IFIS europeas han sido capaces durante la crisis de diversificar su base de inversores y de adaptarse a los cambios del proceso de construcción de precios de las emisiones de deuda a través de los mercados primarios.

Podemos igualmente concluir que las IFIS europeas han colaborado durante la crisis financiera al crecimiento económico a través de las transacciones realizadas en los mercados internacionales de capital. Mediante sus emisiones de deuda han proporcionado financiación a países con dificultades para financiarse por sí mismos y a sectores que no obtenían financiación a través de los sistemas financieros de sus países. Han colaborado igualmente en la promoción del funcionamiento de los mercados de capital para que estos cumplan su función de redistribución de los recursos financieros disponibles en momentos de alto estrés o alta volatilidad.

Desde enero del 2015 existe una nueva fase que corresponde a la implementación del *Quantitative Easing* del BCE como herramienta de política monetaria para estimular el crecimiento económico. En esta nueva fase las emisiones realizadas por ciertas IFIS europeas mantienen una cotización en el mercado secundario que reflejan rendimientos más bajos que los del bono comparable alemán.

CONCLUSIONES GENERALES

Como resultado de la metodología aplicada para obtener los elementos de análisis necesarios para alcanzar los objetivos intermedios establecidos llegamos a una serie de conclusiones que expondremos antes de verificar o rechazar nuestra hipótesis de trabajo. Es decir, que las Instituciones Financieras Internacionales, en especial las europeas, han sido capaces de adaptar su actividad de financiación a la volatilidad de su coste de financiación en un periodo de alto estrés financiero.

La primera conclusión está relacionada con el objetivo intermedio de establecer una clasificación de las Instituciones Financieras Internacionales como segmento de los mercados de capital. Después de clasificar y analizar tanto las Instituciones Financieras Internacionales como el sector al que pertenecen consideramos que las operaciones financieras de estas instituciones en los mercados internacionales de capital constituyen uno de sus dos grandes ámbitos operacionales, pudiendo considerarse el análisis de este segundo ámbito como una aportación original de la presente tesis al conocimiento del campo de investigación al que pertenece.

La segunda conclusión está relacionada con el objetivo intermedio de determinar si los Mecanismos de Ayuda Financiera europeos disponen de los recursos financieros necesarios para cumplir sus objetivos. Hasta la fecha en que concluye nuestro análisis los Mecanismos de Ayuda Financiera europeos han cumplido los objetivos establecidos con los recursos financieros de los que se les ha dotado.

La tercera conclusión está relacionada con el objetivo intermedio de analizar el proceso de acumulación de capital de las instituciones oficiales y posicionar a la Eurozona dentro del mismo. Constatamos como a pesar de la crisis financiera global, durante el periodo 2003-2014 las instituciones oficiales, grupo compuesto por Bancos Centrales y Fondos Soberanos, han mantenido un proceso de acumulación de capital que se ha desarrollado de manera estable y sin interrupción con una fuerte concentración geográfica. Además, el Capital Acumulado Total, definido como la suma de reservas de divisa de los Bancos Centrales y los activos de los Fondos Soberanos, es un indicador de la evolución del proceso de acumulación de capital. A partir de los ratios establecidos como indicadores del comportamiento de las instituciones oficiales frente al riesgo observamos un aumento de su aversión al riesgo durante el periodo 2008-2012. La identificación del proceso de acumulación de capital ha sido establecida dentro del análisis de la base de inversores de las Instituciones Financieras Internacionales, manteniendo estas una base de inversores diversificada con el fin de garantizar los recursos financieros necesarios. Nuestro análisis contribuye al conocimiento de las instituciones europeas al posicionar al Eurosistema y a los Fondos Soberanos europeos dentro del proceso de acumulación de capital descrito, concluyendo que la Eurozona no participa de manera significativa en dicho proceso.

La cuarta conclusión está relacionada con el objetivo intermedio de obtener un coste de financiación comparable y estudiar su evolución ante un cambio de coyuntura financiera. Hemos obtenido un coste de financiación comparable a partir de la metodología propuesta y hemos establecido el Euribor 3 meses como variable de coste de financiación comparable. En el periodo estudiado, al pasar de una coyuntura estable a otra de crisis, la volatilidad del coste de financiación comparable aumenta significativamente, alcanzando los puntos más elevados en los periodos de máximo estrés financiero. El coste de financiación comparable propuesto constituye una herramienta de análisis de múltiples aplicaciones a la hora de estudiar y comparar los mercados de deuda y las entidades emisoras que los constituyen.

La quinta conclusión está relacionada con el objetivo intermedio de comparar la evolución del coste de financiación comparable con otras variables. En el periodo estudiado, el coste de financiación comparable aumenta al disminuir el crecimiento, al disminuir la inflación, al aumentar el desempleo, al aumentar los indicadores de estrés financiero europeos y norteamericanos, al aumentar los indicadores de riesgo de crédito, al aumentar los indicadores

de volatilidad, al aumentar las primas de riesgo de los emisores soberanos y de los emisores del sector Sub-soberanos-Supranacionales-Agencias, al disminuir los indicadores de capitalización bursátil y al disminuir el rendimiento de los activos sin riesgo.

La sexta conclusión está relacionada con el objetivo intermedio de analizar la influencia en los mercados de capital de la actividad de las Instituciones Financieras Internacionales. En un contexto de aversión al riesgo y aumento de la regulación financiera, la deuda emitida por las Instituciones Financieras Internacionales constituye una alternativa de inversión a la deuda soberana para inversores en busca de activos de alto nivel crediticio. Por otra parte, las transacciones de referencia emitidas por estas instituciones han contribuido, mediante la adaptación de sus costes de financiación a la coyuntura existente, a la estabilización de los mercados de capital durante los episodios de falta de liquidez y alta volatilidad ocurridos durante la crisis financiera, ayudando así a restablecer el funcionamiento de los mercados de deuda de tal manera que emisores de diferentes categorías crediticias puedan acceder a la financiación que necesitan. Además, la actividad de financiación de las Instituciones Financieras Internacionales favorece la consolidación de los mercados de deuda en desarrollo y la aparición de nuevos mercados domésticos. La investigación realizada respecto a la adaptación de los costes de financiación de las IFIS europeas a la coyuntura económica constituye una aportación cuyo seguimiento es deseable a la hora de efectuar valoraciones futuras de la contribución de estas instituciones al crecimiento económico.

La séptima conclusión está relacionada con el objetivo intermedio de analizar la repercusión en el crecimiento económico de las actividades que efectúan las Instituciones Financieras Internacionales en los mercados de capital. A pesar del aumento del coste de financiación durante la crisis se mantiene el acceso de las Instituciones Financieras Internacionales europeas a los mercados de capital en el periodo 2005-2014 y estas obtienen los recursos necesarios para financiar proyectos de desarrollo económico, contribuyendo así al crecimiento económico de los países en los que operan. De este modo, durante la crisis financiera global y la crisis de deuda soberana europea, las Instituciones Financieras Internacionales constituyen una importante fuente de financiación para países que pierden el acceso a los mercados de capital para financiarse por sí mismos y para sectores económicos que no obtienen financiación a través de los sistemas financieros de sus propios países. En este sentido, el volumen de deuda emitida por Instituciones Financieras Internacionales y Agencias Nacionales aumentó significativamente durante la crisis de deuda soberana europea. Así

mismo, los préstamos otorgados por las Instituciones Financieras Internacionales, a partir de los recursos financieros obtenidos en los mercados de capital, han contribuido a disminuir el coste de la deuda de los países con dificultades financieras. Dentro de esta perspectiva, el coste de financiación de las Instituciones Financieras Internacionales mantendrá su eficiencia siempre que permita la financiación de proyectos a un tipo de interés inferior al que obtendrían sus prestatarios por sus propios medios.

Tras el análisis de los resultados obtenidos tanto la consecución de los volúmenes de financiación necesarios, adaptación en términos de demanda, como las variaciones de los costes de financiación, adaptación en términos de coste, nos permiten verificar nuestra hipótesis de trabajo. Por lo tanto, las Instituciones Financieras Internacionales, otorgando especial atención a las europeas por haberse enfrentado a la crisis de deuda soberana además de a la crisis financiera global, han sido capaces de adaptar su actividad de financiación a la volatilidad de su coste de financiación en un periodo de alto estrés financiero.

Una vez determinados los resultados de los objetivos intermedios, consideramos que existen tres aportaciones originales principales del trabajo realizado. En primer lugar, la metodología seguida proporciona una clasificación de las Instituciones Financieras Internacionales con participación en los mercados de capital, lo que permite establecer sus actividades financieras como su segundo gran ámbito operacional, ámbito hasta ahora no analizado en profundidad. En segundo lugar, al analizar la base de inversores de las Instituciones Financieras Internacionales, la cuantificación del proceso de acumulación de capital de las instituciones oficiales nos ha permitido establecer el concepto de Capital Acumulado Total, el cual puede ser utilizado como indicador de la evolución mundial, por países, continentes o áreas geográficas de dicho proceso. Además, proponemos los ratios derivados del CAT, con los que se puede analizar la actitud frente al riesgo de los Estados en la inversión de sus activos financieros. La tercera aportación original, que a su vez abre nuevas vías de estudio, la constituye la metodología a través de la cual obtenemos el coste de financiación comparable que permite comparar transacciones con diferentes características, efectuadas por diversos emisores en momentos de tiempo distintos. La evolución del coste de financiación comparable frente a otras variables permite establecer la eficiencia de las transacciones efectuadas en los mercados de capital y analizar la aportación de las Instituciones Financieras Internacionales al crecimiento económico a partir de su segundo ámbito operacional.

La posibilidad de obtener un coste de financiación comparable permitirá profundizar en el análisis de la contribución al crecimiento económico de las Instituciones Financieras Internacionales a partir de sus actividades financieras. Un nuevo objetivo de investigación será el de establecer una metodología que permita cuantificar dicha contribución. Una vía a seguir podría ser la de analizar, como punto de partida, la aportación al crecimiento económico de una institución concreta a un país determinado. Para ello, además del coste de financiación comparable de la Institución Financiera Internacional elegida, habrá que disponer de las características de los préstamos que esa misma institución otorga a un determinado país. Por otra parte, calcularemos el coste al que el prestatario puede obtener financiación por sus propios medios. Si los préstamos otorgados al país resultan en una disminución del servicio de su deuda, existirá una contribución al crecimiento económico a partir de la actividad de financiación de la Institución Financiera Internacional que podremos estimar cuantitativamente.

BIBLIOGRAFÍA

- ACEÑA, MARTÍN (2001), *El oro de Moscú y el oro de Berlín*, Taurus, Madrid.
- ACEÑA, MARTÍN (2004), *Spain in conflict. The financing of the civil war, 1936-1939*, University of Alcala, Madrid.
- AFRICAN DEVELOPMENT BANK (2009), *2008 Annual Portfolio Performance Review*, AfDB, Tunis.
- AFRICAN DEVELOPMENT BANK (2011), *AfDB Annual Report 2010*, Tunis.
- ASIAN DEVELOPMENT BANK (2011), *ADB Annual Report 2010*, April 2011, ADB, Manila.
- ASIAN DEVELOPMENT BANK (2014), *ADB Annual Report 2013*, ADB, Manila.
- ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE (2010), *Prevention and cure: securing financial stability after the crisis*, September 2010, AFME, London.
- ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE (2014), *Overview-The European and Global Bond Markets*, 2014, AFME, London.
- BANCO DE ESPAÑA (2013), *Boletín Estadístico 06/2013*, Banco de España, Madrid.
- BANCO EUROPEO DE INVERSIONES (2013), *El BEI reafirma su compromiso para la creación de empleo otorgando a España el mayor préstamo para PYMES*, Nota de Prensa 2013-XXXES, 22 de noviembre de 2013, EIB e ICO, Luxemburgo y Madrid.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2005), *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, BIS papers n° 24, BIS, Basel.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2008), *Bond Market Statistics*, BIS, Basel.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2013a), *Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results*, Monetary and Economic Department, September 2013, BIS, Basel.

- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2013b), *Triennial Central Bank Survey, OTC interest rate derivatives turnover in April 2013: preliminary global results*, Monetary and Economic Department, September 2013, BIS, Basel.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2014), *Locational Banking Statistics*, BIS, Basel.
- BANK OF ENGLAND (2008), “Sovereign wealth funds and global imbalances”, *Quarterly Bulletin*, 2008 Q2, BOE, London.
- BANK OF ENGLAND (2011), *Quantitative Easing Explained*, Bank of England, London.
- BANK OF ENGLAND (2013), *Annual Report 2013*, Bank of England, London.
- BANK OF JAPAN (2001), *New Procedures for Money Market Operations and Monetary Easing*, Bank of Japan, Tokyo.
- BANQUE DE FRANCE (2009), *Communiqué relatif à l'évolution de la Société de Financement de l'Économie Française*, Banque de France, Eurosystem, Paris.
- BARCLAYS CAPITAL RESEARCH (2005), *Play the AAA game*, Barclays Bank PLC, London.
- BARCLAYS CAPITAL RESEARCH (2013), *The AAA Handbook 2013, Life through a different lens*, Barclays Capital, London.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1988), *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, BCBS, July 1988, Basel.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2004), *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework*, June 2004, BCBS, Basel.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2005), *Amendment to the Capital Accord to incorporate market risks*, Updated November 2005, BCBS, Basel.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2010), *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, December 2010, BCBS, Basel.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2011), *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, December 2010 (rev June 2011), BCBS, Basel.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2013), *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives*, Second Consultative Document, February 2013, BCBS, Basel.
- BECK, R Y FIDORA, M (2008), *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*, Occasional Papers Series, N° 91, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- BECK, R. Y E. RAHBARI (2008), *Optimal reserve composition in the presence of sudden stops, the euro and the dollar as safe haven currencies*, Working Paper Series N° 916, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- BECK, R. Y S. WEBER (2010), *Should larger reserve holdings be more diversified?*, Working Paper Series N° 1193, European Central Bank, Frankfurt am Main.

- BERNADELL C., P. CARDON, J. COCHE, F. X. DIEBOLD Y S. MANGANELLI (2004), *Risk Management for Central Bank Foreign Reserves*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- BLACK, F., AND M. SCHOLES (1973), “The Pricing of Options and Corporate Liabilities”, *Journal of Political Economy* 81, pp. 637-654, University of Chicago, Chicago.
- BLANCHARD, O., G. DELL’ARICCIA Y P. MAURO (2010), *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note, SPN/10/03, International Monetary Fund, Washington D.C.
- BLOOMBERG (2010), *Bloomberg Real Time Data Services*, Bloomberg, New York.
- BLOOMBERG (2014), *Bloomberg Real Time Data Services*, Bloomberg, New York.
- BLOOMBERG (2015), *Bloomberg Real Time Data Services*, Bloomberg, New York.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (2013), *Agencies Adopt Supplementary Leverage Ratio Notice of Proposed Rulemaking*, Federal Deposit Insurance Corporation, Office of the Comptroller of the Currency, Joint Press Release, July 9, 2013, FED, FDIC, and OCC, Washington.
- BOE (2012a), Legislación consolidada, *Real Decreto-ley 21/2012, de 13 de julio, de medidas de liquidez de las Administraciones públicas y en el ámbito financiero*, Jefatura del Estado « BOE » núm. 168, de 14 de julio de 2012, Referencia: BOE-A-2012-9365, Boletín Oficial del Estado, Madrid.
- BOE (2012b), *Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito*, « BOE » núm. 275, de 15 de noviembre de 2012, Referencia: BOE-A-2012-14062, Boletín Oficial del Estado, Madrid.
- BOONE, P. (1995), *Politics and the effectiveness of foreign aid*, Centre for Economic Performance, discussion paper n° 272, London School of Economics, London.
- BORDO, MICHAEL, D. (1992), *The Bretton Woods International Monetary System: an Historical Overview*, Working Paper 4033, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- BORIO, C., G. GALATI Y A. HEATH (2008), *FX reserve management: trends and challenges*, BIS papers n° 40, BIS, Basel.
- BORIO, C., J. EBBESEN, G. GALATI Y A. HEATH (2008), *FX reserve management: elements of a framework*, BIS papers n° 38, BIS, Basel.
- BOSTON CONSULTING GROUP (2013), *Capitalizing on the Recovery, Global Asset Management 2013*, BCG, Boston.
- BRACKE, T., BUSSIÈRE, M., FIDORA, M., STRAUB, R. (2008), *A Framework for Assessing Global Imbalances*, Occasional Paper Series, N° 78, January 2008, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- BUDER, M., M. LIENEMEYER, M. MAGNUS, B. SMITS, K. SOUKUP (2011), “The rescue and restructuring of Hypo Real Estate”, *Competition Policy Newsletter*, number 3, pp. 41-44, European Commission, Brussels.

- BUITER, WILLEM H. (1986), “Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples”, *Journal of International Economics* 17: 1-13.
- BURNSIDE, C. Y DOLLAR, D. (1996), *Aid, Policies and Growth*, The World Bank, Washington, D.C.
- CALVO HORNERO, ANTONIA (2010), *Economía Internacional y Organismos Económicos Internacionales*, Editorial Universitaria Ramón Areces, Madrid.
- CENTRAL BANK OF THE REPUBLIC OF TURKEY (2005), Monetary Policy Challenges for Turkey in European Union Accession Process, Working paper 05/11, CBRT, Istanbul.
- CHINN, M AND J FRANKEL (2006), *Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency?*, in R Clarida (ed), *G7 currency account imbalances: Sustainability and adjustment*, University of Chicago, Chicago.
- CIA (2014), *The World Fact Book 2013*, <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>, Central Intelligence Agency, Washington.
- CITIBAK (2013), *Green bonds*, Citibank Research, London.
- COCHE, J., M. KOIVU, K, NYHOLM Y V. POIKONEN (2006), *Foreign Reserves Management Subject to a Policy Objective*, Working Paper Series N° 624, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- COUNCIL OF EUROPE DEVELOPMENT BANK (1999), *Collection of fundamental texts*, CEB, Paris.
- COUNCIL OF EUROPE DEVELOPMENT BANK (2005), *Social challenges in South Eastern Europe*, CEB, Paris.
- COUNCIL OF EUROPE DEVELOPMENT BANK (2009), *Development Plan 2010-2014; core elements*, November 2009, CEB, Paris.
- COUNCIL OF EUROPE DEVELOPMENT BANK (2013a), *Report of the Governor 2012*, CEB, Paris.
- COUNCIL OF EUROPE DEVELOPMENT BANK (2013b), *SPAIN, Instituto de Crédito Oficial and the Council of Europe Development Bank expand funding for SMEs*, Press Release 368, 4 December 2013, CEB, Paris.
- COUNCIL OF EUROPE DEVELOPMENT BANK (2015), *Report of the Governor 2014*, CEB, Paris.
- COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION (2013a), *Council agrees position on bank resolution*, 11228/13 presse 270, Council of the European Union, Brussels.
- COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION (2013b), *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council establishing a framework for the resolution of credit institutions and investment firms*, Interinstitutional File 2012/0150 (COD), Council of the European Union, Brussels.
- COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION (2013c), *Council agrees general approach on Single Resolution Mechanism*, 17602/13 presse 564, Council of the European Union, Brussels.
- CREDIT AGRICOLE (2013), *Green bonds*, Credit Agricole Research, London.

- CROCKETT, A. (2000), *Marrying the Micro- and Macro-Prudential Dimensions of Financial Stability*, Remarks before the Eleventh International Conference of Banking Supervisors, Switzerland, Basel.
- CROUHY, M., D. GALAI AND R. MARK (2001), *Risk Management*, McGraw-Hill, New York.
- DALBERG GLOBAL DEVELOPMENT ADVISORS (2010), *The Growing Role of the Development finance institutions in International Development Policy*, published by DGDA, Copenhagen.
- DALE, SPENCER (2011), *Prospects for monetary policy: learning the lessons from 2011*, Bank of England, London.
- DALE, SPENCER (2013), *Quantitative easing – injecting money into the economy*, Bank of England, London.
- DALTON, JOHN W., DZIOBEK, CLAUDIA HELENE (2005), *Central banking losses and experiences in selected countries*, Working Paper 05/72, April 2005, International Monetary Fund, Washington.
- DE BEAUFORT WIJNHOLDS, J. Y L. SODENGAARD (2007), *Reserve Accumulation, Objective or By-Product*, Occasional Paper Series N° 73, ECB, Frankfurt am Main.
- DE SERVIGNY, ARNAUD (2001), *Le Risque de Crédit, Nouveaux Enjeux Bancaires*, Dunod, Paris.
- DEALOGIC (2012), *Global DCM Review – Full year 2012*, Dealogic, London.
- DEALOGIC (2013), *Global DCM Review – Full year 2013*, Dealogic, London.
- DOOLEY, M, S LIZONDO AND D MATHIESON (1989), *The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves*, *IMF Staff Papers*, 36, 2, International Monetary Fund, Washington D.C.
- EASTERLY, W. (1999), “The ghost of financing gap: testing the growth model used in the international financial institutions”, *Journal of Development Economics*, Vol. 30, pp. 423-438.
- EASTERLY, W. (2003), “Can Foreign Aid Buy Growth?”, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, N° 3, pp. 23-48.
- EFSF & ESM (2013), *Newsletter n°11*, December 2013, European Financial Stability Facility and European Stability Mechanism, Luxembourg.
- EICHENGREEN, B (1998), “The euro as a reserve currency”, *Journal of the Japanese and international economies*, volume 12, issue 4, December, pp 483–506.
- EICHENGREEN, B AND DJ MATHIESON (2000), *The currency composition of international reserves: retrospect and prospect*, Working Paper 00/131, 1 July, IMF, Washington.
- EKSPORTFINANS (2007), *Annual Report 2006*, Eksportfinans, Oslo.
- EKSPORTFINANS (2012), *Annual Report 2011*, Eksportfinans, Oslo.
- ERSTAA (2013), *Annual Report 2012*, Erste Abwicklungsanstalt, Düsseldorf.

- EUROMONEY (2008), *Asian bonds – 10 years after de Asian crisis*, International Debt Capital Markets Handbook, Euromoney Institutional Investor plc, London.
- EUROMONEY (2009), *Global Banking & Financial Policy Review 2007/2008*, Euromoney Yearbooks, Euromoney Institutional Investor plc, London.
- EUROMONEY (2012), *Forty years of World Bank bonds in Japan*, International Debt Capital Markets Handbook, Euromoney Handbooks, Euromoney Trading Ltd, London.
- EUROMONEY (2014), *The Euromoney International Debt Capital Markets Handbook*, Euromoney Yearbooks, Euromoney Institutional Investor plc, London.
- EUROPEAN BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (2009), *Annual Evaluation Overview Report for 2009*, EBRD Publications, London.
- EUROPEAN BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (2011), *Memorandum of Understanding between the European Commission, the European Investment Bank together with the European Investment Fund, and the European Bank for Reconstruction and Development in respect of Cooperation Outside the European Union*, EC, EIB, EIF, EBRD, Brussels.
- EUROPEAN BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (2013a), *Annual Report 2012*, EBRD Publications, London.
- EUROPEAN BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (2013b), *Sustainable Report 2012*, EBRD Publications, London.
- EUROPEAN BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (2014), *Annual Report 2013*, EBRD Publications, London.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2004a), *The Euro Bond Market Study*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2004b), *The Monetary Policy of the European Central Bank*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2004c), *Bond markets and long-term interest rates in EU accession countries*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2004d), *Convergence Report*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2004e), *Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2006a), *The Accumulation of Foreign Reserves*, Occasional Paper Series N° 43, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2006b), *Optimal Currency Shares in International Reserves. The Impact of the Euro and the Prospects of the Dollar*, Working Paper Series N° 694, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2008), *The implementation of monetary policy in the euro area, General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, November 2008, ECB, Frankfurt am Main.

- EUROPEAN CENTRAL BANK (2012), *The Euro Area Sovereign Debt Crisis, Safe Haven, Credit Rating Agencies and the Spread of the Fever from Greece, Ireland and Portugal*, Working Paper Series No 1419 / February 2012, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2013a), *Note Comprehensive Assessment October 2013*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2013b), *The international role of the euro*, July 2013, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2014a), *Government Debt as % of GDP*, Statistical Data Warehouse, <http://sdw.ecb.int/>, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2014b), *Foreign Reserves and Own Funds*, Eurosystem, <http://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/reserves/html/index.en.html>, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2014c), *Monetary Policy, Interest Rates*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2014d), *ECB and other central banks announce the fourth Central Bank Gold Agreement*, Press release, 19 May 2014, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- EUROPEAN COMMISSION (2013a), *Council recommendation on Spain's 2013 national reform programme and delivering a Council opinion on Spain's stability programme for 2012-2016*, European Commission, Brussels.
- EUROPEAN COMMISSION (2013b), *Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC Text with EEA relevance*, European Commission, Brussels.
- EUROPEAN INVESTMENT BANK (2004a), *EIB Guidelines on Fighting Corruption and Fraud*, EIB publications, Luxembourg.
- EUROPEAN INVESTMENT BANK (2004b), *New Member and Accession States Debt Management Handbook*, EIB Publications, Luxembourg.
- EUROPEAN INVESTMENT BANK (2005a), *Development Impact Assessment Framework of Investment Facility Projects*, EIB publications, Luxembourg.
- EUROPEAN INVESTMENT BANK (2005b), *EIB Group, Statement on Corporate Social Responsibility*, EIB publications, Luxembourg.
- EUROPEAN INVESTMENT BANK (2005c), *EIB Transparency Policy*, EIB publications, Luxembourg.
- EUROPEAN INVESTMENT BANK (2005d), *Statement on Governance at the EIB*, EIB publications, Luxembourg.
- EUROPEAN INVESTMENT BANK (2006), *Annual Report 2005*, EIB publications, Luxembourg.

- EUROPEAN INVESTMENT BANK (2013a), *Annual Report 2012*, EIB publications, Luxembourg.
- EUROPEAN INVESTMENT BANK (2013b), *EIB Funding Newsletter, No.4/13*, EIB publications, Luxembourg.
- EUROPEAN INVESTMENT BANK (2014), *Financial Report 2013*, EIB publications, Luxembourg.
- EUROPEAN INVESTMENT BANK (2015), *Final Report on the Joint Action Plan for Growth in Central and South Eastern Europe*, EIB publications, Luxembourg.
- EUROPEAN INVESTMENT FUND (2013), *Annual Report 2012*, European Investment Fund Publications, Luxembourg.
- EUROPEAN UNION (2012), *Commission Delegated Regulation (EU) No 918/2012 of 5 July 2012 supplementing Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps with regard to definitions, the calculation of net short positions, covered sovereign credit default swaps, notification thresholds, liquidity thresholds for suspending restrictions, significant falls in the value of financial instruments and adverse events*, Brussels, Official Journal of the European Union, Brussels.
- EUROPEAN UNION (2013a), *Regulation 575/2013 of the European parliament and of the council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms*, Brussels, Official Journal of the European Union, Brussels.
- EUROPEAN UNION (2013b), *Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on Access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms*, Brussels, Official Journal of the European Union, Brussels.
- EUROSTAT (2014), *Euro area government debt*, news release 10/2014, Luxembourg, Eurostat.
- EUROWEEK (2013), *Sustainable and Responsible Capital Markets, Harnessing finance for the transition to a green economy*, September 2013, Euromoney Institutional Investor plc, London.
- FABOZZI, FRANK J. (2000), *Bond Markets, Analysis and Strategies*, Prentice-Hall, 4th edition, New Jersey.
- FABOZZI, FRANK J. (2005), *The Handbook of Fixed Income Securities*, Mc Graw-Hill Companies, USA.
- FEDERAL RESERVE BOARD (2009). *Are Chinese Exports Sensitive to Changes in the Exchange Rate?*, International Finance Discussion Papers N° 987, NY, Fed, New York.
- FEDERAL RESERVE BOARD (2010), *Interest on Excess Reserves as a Monetary Policy Instrument: The Experience of Foreign Central Banks*, International Finance Discussion Papers N° 996, NY, Fed, New York.
- FINANCIAL STABILITY BOARD (2010a), *Implementing OTC Derivatives Market Reforms*, 25 October 2010, FSB, Basel.
- FINANCIAL STABILITY BOARD (2010b), *OTC Derivatives Market Reforms, Sixth Progress Report on Implementation*, 25 October 2010, FSB, Basel.

- FINANCIAL STABILITY BOARD (2013), *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*, FSB, Basel.
- FITCH RATINGS (2006), *Supranationals*, Fitch Ratings Ltd, New York.
- FITCH RATINGS (2011), *Rating Multilateral Development Banks*, Fitch Ratings Ltd, New York.
- FITCH RATINGS (2012a), *International Local and Regional Governments Rating Criteria Outside the United States*, Fitch Ratings Ltd, New York.
- FITCH RATINGS (2012b), *U.S. State Government Tax-Supported Rating Criteria*, Fitch Ratings Ltd, New York.
- FITCH RATINGS (2012c), *U.S. Local Government Tax-Supported Rating Criteria*, Fitch Ratings Ltd, New York.
- FITCH RATINGS (2012d), *Rating of Public Sector Entities (PSEs) Outside the United States*, Fitch Ratings Ltd, New York.
- FITCH RATINGS (2013), *Council of Europe Development Bank*, Update, Supranationals, September 2013, Fitch Ratings Ltd, New York.
- FITCH RATINGS (2014), *Rating Services*, Fitch Ratings Ltd, New York.
- FRANK, ANDRÉ GUNDER (1979), *La acumulación mundial: 1492-1789*, Siglo XXI, Madrid.
- FREEDMAN, C., M. KUMHOR, D. LAXTON & D. MUIR (2010), Policies to Rebalance the Global Economy After the Financial Crisis, *International Journal of Central Banking*, March 2010, IJCB, Frankfurt am Main.
- FRIEDMAN, MILTON (1953), *The Methodology of Positive Economics*, Essays in Positive Economics, University of Chicago Press 1953, Chicago.
- FRIEDMAN, THOMAS L. (2006), *The World is Flat, The Globalized World in the Twenty First Century*, Penguin Books, London.
- G-20 (2009), *Global Plan Annex: Declaration on Strengthening the Financial System, Statement Issued by the G20 Leaders, London, April 2nd 2009*, University of Toronto, Munk School of Global Affairs, Toronto.
- GALATI, G. Y R. MOESSNER (2011), *Macroprudential Policy-A Literature Review*, BIS Working Paper 337, Bank of International Settlements, Basel.
- GALATI, G., W. MELICK Y M. MICU (2005), “Foreign exchange market intervention and expectations: an empirical study of the yen/dollar exchange rate”, *Journal of International Money and Finance*, volume 24, issue 6 pp982-1011.
- GALBRAITH, JOHN KENNETH (1954), *The Great Crash of 1929*, Mariner Books, 1989, New York.
- GALBRAITH, JOHN KENNETH (1987), *A History of Economics*, Penguin Books, London.
- GALBRAITH, JOHN KENNETH (1990), *Breve Historia de la Euforia Financiera*, Ediciones Ariel, Barcelona.

- GARNER, PETER M. (1993), Editors Bordo and Eichengreen, A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform, Chapter 9, *the Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System*, p. 461-494, University of Chicago Press, Chicago.
- GIFR (2013), *Global Islamic Financial Report 2013*, Edbiz Consulting Limited, London.
- GOBIERNO DE ESPAÑA (2013), *Actualización del Programa de Estabilidad 2013-2016*, Reino de España, Ministerio de Economía y Competitividad, Madrid.
- GONZÁLEZ PÁRAMO (2008), *Whither Liquidity? Developments, policies and challenges*, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- GREENSPAN, ALAN (2003), *Global finance – is it slowing?*, Remarks by Mr. Alan Greenspan, Chairman of the Board of Governors of the US Federal Reserve System, at the Bank of France International Symposium on Monetary Policy, 12/2003, BIS Review, Basel.
- GREENSPAN, ALAN (2005), *Risk Transfer and Financial Stability*, Annual Conference on Bank Structure, The Federal Reserve Board, Chicago.
- GUSTAV, F. (1973), “Aid, Foreign Private Investment, Savings, and Growth in Less Developed Countries”, *Journal of Political Economy* 81, pp. 120-130, University of Chicago, Chicago.
- HANSPETER K. SCHELLER (2004), *The European Central Bank: History, Role and Functions*, , European Central Bank, Frankfurt am Main.
- HESSAMI, DARIUSH (2013), *A sweet future in store for Maple market*, 30 sept 2013, Global Capital, London.
- HILDEBRAND, P (2004), *The new investment policy of the Swiss National Bank*, Swiss national Bank Speeches, 17 June, Geneva.
- HILDEBRAND, P (2005), *SNB gold sales: lessons and experience*, speech at the Institute for International Economics, 5 May, Washington D.C.
- INFORMA GLOBAL MARKETS (2014), *Bondwatch*, Informa Global Markets, London.
- INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL (2013), *El ICO recibe un préstamo de KfW por importe de 200 millones de euros*, Nota de Prensa, 17 de Diciembre del 2013, ICO, Madrid.
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (2014), *Estadísticas Economía Española*, INE, Madrid.
- INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK (2010), *Development Effectiveness Overview 2008-2009*, IADB, Washington, D.C.
- INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK (2011), *Annual Report 2010*, IADB, Washington.
- INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK (2013), *Annual Report 2012*, IADB, Washington.
- INTERNATIONAL BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (2011), *IBRD Annual Report 2010*, IBRD, World Bank Group, Washington, D.C.

INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS ASSOCIATION (2006), *Regulatory Policy - Prospectus Directive*, ICMA, Zurich.

INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS ASSOCIATION (2013), *Assessment of Market Practice and Regulatory Policy*, Issue 31, Fourth Quarter 2013, ICMA, Zurich.

INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS ASSOCIATION (2014), *Green Bond Principles 2014, Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*, ICMA, Zurich.

INTERNATIONAL FINANCIAL CORPORATION (2009), *Independent Evaluation of IFC's Development Results 2009*, IFC, Washington, D.C.

INTERNATIONAL FINANCIAL REVIEW (2013), *A guide to 50 years of Eurobonds in Luxembourg*, Bourse de Luxembourg in association with IFR, Thomson Reuters, London.

INTERNATIONAL FINANCIAL REVIEW (2013), *Special Report, Top 250 Borrowers*, June 2013, IFR, Thomson Reuters, London.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2000), *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies*, IMF, Washington, D.C.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2001a), *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*, IMF, Washington, D.C.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2001b), *Guidelines for Public Debt Management*, IMF, Washington, D.C.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2005), *International Financial Statistics Yearbooks*, IMF, Washington, D.C.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009a), *Global Financial Stability Report*, IMF, Washington, D.C.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009b), *International Financial Statistics Yearbooks*, IMF, Washington, D.C.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2010), *World Economic Outlook*, IMF, Washington, D.C.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2013a), *The Special Data Dissemination Standard Plus, Guide for Adherents and Users*, IMF, Washington, D.C.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2013b), *Public Sector Debt Statistics, Guide for Compilers and Users*, IMF, Washington, D.C.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2013c), *World Economic Outlook, Transitions and Tensions*, October 2013, IMF, Washington, D.C.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2013d), *International Monetary Fund Gold Sales*, <http://www.imf.org/external/np/exr/faq/goldfaqs.htm>, IMF, Washington, D.C.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2013e), *IMF Releases Data on the Currency Composition of Foreign Exchange Reserves with Additional Data on Australian and Canadian Dollar Reserves*, Press Release No.13/236, June 28 2013, IMF, Washington, D.C.

- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2014a), *Global Financial Stability Report, Moving from Liquidity to Growth-Driven Markets*, World Economic and Financial Surveys, April 2014, IMF, Washington, D.C.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2014b), *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*, March 31, 2014, IMF, Washington, D.C.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2014c), *Factsheet, Special Drawing Rights (SDRs)*, IMF, Washington, D.C.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2014d), *International Financial Statistics (IFS)*, <http://elibrary-ata.imf.org/finddatareports.aspx?d=33061&e=169393>, IMF, Washington, D.C.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2011), *Mitigating Systemic Risk, A Role for Securities Regulators*, Discussion Paper, IOSCO OR01/11, February 2011, Madrid.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2012a), *The Credit Default Swap Market Report*, IOSCO, FR04/12, June 2012, Madrid.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2012b), *Systemic Risk Identification in Securities Markets*, IOSCO Research Department: Staff Working Paper 2012/1, July 2012, Madrid.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2013), *Securities Markets Risk Outlook 2013-2014*, IOSCO RO2/11/13, October 2013, Madrid.
- INTERNATIONAL SWAP AND DERIVATIVES ASSOCIATION (2010), *ISDA Comments on Sovereign CDS*, News Release, ISDA, INC., New York.
- INTERNATIONAL SWAP AND DERIVATIVES ASSOCIATION (2013), *CDS Market Summary: Market Risk Transaction Activity*, ISDA, INC., New York.
- INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (2008a), *Sovereign Wealth Funds, Current Institutional and Operational Practices*, IWG, Washington D.C.
- INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (2008b), *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices, "Santiago Principles"*, IWG, Washington D.C.
- J.P.MORGAN (2000), *The J.P. Morgan Guide to Credit Derivatives*, Risk Publications, London.
- JAPAN'S MINISTRY OF FINANCE (1948), *Financial Instruments and Exchange Act, FIEA*, Act No. 25 of 1948, Government of Japan, Tokyo.
- JEANNE, O AND R RANCIÈRE (2006), *The optimal level of international reserves for emerging market countries: formulas and applications*, Working Paper 6/229, October, IMF, Washington, D.C.
- KAGAN, ROBERT (2003), *Poder y Debilidad, Europa y Estados Unidos en el Nuevo Orden Mundial*, Taurus, Madrid.

- KANGANNEWS (2006), *A decade of Kangaroo Issuance*, Special Issue, July/August, Volume 1, Issue 2, BondNews Limited, London.
- KEYNES, JOHN MAYNARD (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Royal Economic Society, Cambridge University Press, London.
- KLYUEV, V., P. DE IMUS Y K. SRINIVASAN (2009), *Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advance Economies*, IMF Staff Position Note, SPN/09/27, International Monetary Fund, Washington D.C.
- KOO, RICHARD C. (2008), *The Holy Grail of Macroeconomics, Lessons from Japan's Great Recession*, John Wiley & Sons, Singapore.
- KRUGMAN, PAUL (2008), *The Return of Depression Economics, and the crisis of 2008*, Penguin Book, London.
- Laeven, L. and F. Valencia (2008), *Systemic Banking Crises: A New Database*, IMF Working Paper WP/08/224, IMF, Washington, D.C.
- LEESON, N. (1996), *Rogue Trader*, Little, Brown and Co, New York.
- LINTNER, J. (1965), "Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification", *Journal of Finance* 20, pp. 587-615.
- LOWENSTAIN, ROGER (2001), *When Genius Failed, The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*, Fourth Estate, London
- MANKIW, N. GREGORY (2006), *Principles of Economics*, 4th Edition, South-Western College Pub, Cincinnati, Ohio.
- MARKOWITZ, H. M. (1952), "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, Vol. 7, pp. 77-91.
- MASAAKI, SHIRAKAWA (2002), *One Year Under Quantitative Easing*, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Tokyo.
- MCCAULEY, RN (1997), *The euro and the dollar*, Essays in international finance, no 205, November, Princeton University, Princeton.
- MESSA, I. (2011), *Impact of multilateral development finance institutions on economic growth*, Overseas Development Institute, London.
- MEZZACAPO, S. (2009), *The so-called "Sovereign Wealth Funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision*, Economic Papers, n° 378, European Commission, Brussels.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA Y COMPETITIVIDAD (2013), *Alemania y España firman un acuerdo para la financiación de pymes españolas por 1.600 millones de euros*, Gabinete de Prensa, 4 de Julio del 2013, MINECO, Madrid.
- MODIGLIANY, F., M. H. MILLER (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review* 48, pp. 261-297.
- MOODY'S GLOBAL SOVEREIGN (2009), *How Far Can Aaa Governments Stretch Their Balance Sheets?, Stress-Testing Governments' Debt Affordability Through the Crisis*, Moody's, London.

- MOODY'S RATINGS (2005), *Joint Default Analysis*, Moody's, London.
- MOODY'S RATINGS (2010), *Government-Related Issuers: Methodology update*, Moody's, London.
- MOODY'S RATINGS (2013), *Regional and Local Governments*, Moody's, London.
- MOODY'S RATINGS (2014), *Rating Services*, Moody's, London.
- MORRISON, GILLES (2009), *The financial situation of central banks, issues and challenges*, International Banking and Finance Institute, Background Document, N°3, Novembre 2009, Banque de France, Eurosysteme, Paris.
- NEW YORK FED (2014), *Open Market Operations*, fedpoints, Federal Reserve Bank of New York, New York.
- NORDIC INVESTMENT BANK (2013), *Annual Report 2012*, NIB publications, Helsinki.
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (2008), *Sovereign Wealth Funds and Recipient Countries, Working together to maintain and expand freedom of investment*, Message by the OECD secretary-general to the international monetary and financial committee, OECD, Washington.
- ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN ECONÓMICA Y EL DESARROLLO (2009), *Respuesta estratégica de la OCDE a la crisis económica y financiera. Contribuciones al esfuerzo global*, OCDE, Paris.
- PAPAIIOANNOU, E., R. PORTES Y G. SIOUROUNIS (2006), *Optimal Currency Shares in International Reserves. The Impact of the Euro and the Prospects of the Dollar*, Working Paper Series N° 694, European Central Bank, Frankfurt am Main.
- PEOPLE'S BANK OF CHINA (2009), *Annual Report 2008*, PBC, Beijing.
- RESERVE BANK OF AUSTRALIA (2005), *RBA Annual Report 2005*, RBA, Sydney.
- REUTERS (2014), *Reuters Real Time Data Services*, Reuters, London.
- RIEHL, HEINZ (1999), *Managing Risk in the Foreign Exchange, Money and Derivative Markets*, McGraw-Hill, New York.
- ROZANOV, ANDREW (2005), "Who holds the wealth of nations?", *Central Banking Journal*, 52-57, Central Banking Publications Ltd, London.
- SALANT, S. W. (1983), "The Vulnerability of Price Stabilization Schemes to Speculative Attack". *Journal of Political Economy* 91:1-38.
- SATYAJIT, DAS (1998), *Credit Derivatives, Trading & Management of Credit & Default Risk*, John Wiley & Sons, Singapore.
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (1997), *Disclosure of Accounting Policies for Derivative Quantitative and Qualitative Information About Market Risk Inherent in Derivative Financial Instruments, Other Financial Instruments and Derivative Commodity Instruments*, Securities and Exchange Commission, Release 48, Washington.

- SHARP, W. F. (1964), “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk”, *Journal of Finance* 19, pp. 425-442.
- SMETS, FRANK (2014), Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?, *International Journal of Central Banking*, June 2014, Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco.
- SOVEREIGN WEALTH FUND INSTITUTE (2014), <http://www.swfinstitute.org/about/>, SWF Institute.
- STANDARD & POOR’S RATINGS (2009a), *Methodology: Rating A Regional Or Local Government Higher Than Its Sovereign*, S&P’s, McGraw-Hill Companies, Inc, New York.
- STANDARD & POOR’S RATINGS (2009b), *Methodology And Assumptions For Analyzing The Liquidity Of Non-U.S. Local And Regional Governments And Related Entities And For Rating Their Commercial Paper Programs*, S&P’s, McGraw-Hill Companies, Inc, New York.
- STANDARD & POOR’S RATINGS (2009c), *European Economic Forecast: The Recession of a Lifetime*, Economic Research, McGraw-Hill Companies, Inc., London.
- STANDARD & POOR’S RATINGS (2009d), *Europe, Middle East and Africa; Markets Outlook 2009. How Today’s Turbulence Will Shape Tomorrow’s Markets*, McGraw-Hill Companies, Inc., New York.
- STANDARD & POOR’S RATINGS (2010a), *Methodology For Rating International Local And Regional Governments*, S&P’s, McGraw-Hill Companies, Inc, New York.
- STANDARD & POOR’S RATINGS (2010b), *Methodology: Extended Financial Management Assessment For Non-U.S. Local And Regional Governments*, S&P’s, McGraw-Hill Companies, Inc, New York.
- STANDARD & POOR’S RATINGS (2010c), *Rating Government-Related Entities: Methodology And Assumptions*, S&P’s, McGraw-Hill Companies, Inc, New York.
- STANDARD & POOR’S RATINGS (2011a), *Principles Of Credit Ratings Credit Ratings*, S&P’s, McGraw-Hill Companies, Inc, New York.
- STANDARD & POOR’S RATINGS (2011b), *Group Rating Methodology And Assumptions*, S&P’s, McGraw-Hill Companies, Inc, New York.
- STANDARD & POOR’S RATINGS (2011c), *Banks: Rating Methodology And Assumptions*, S&P’s, McGraw-Hill Companies, Inc, New York.
- STANDARD & POOR’S RATINGS (2012), *Multilateral Lending Institutions and other Supranationals Institutions Rating Methodology*, S&P’s, McGraw-Hill Companies, Inc, New York.
- STANDARD & POOR’S RATINGS (2013), *Supranationals, Special Edition 2012*, McGraw-Hill Companies, Inc, New York.
- STANDARD & POOR’S RATINGS (2014), *Rating Services*, S&P’s, McGraw-Hill Companies, Inc, New York.

- STELLA, PETER (2008), *Central Bank Financial Strength, Policy Constraints and Inflation*, Working Paper 08/49, February 2008, International Monetary Fund, Washington.
- STIGLITZ, JOSEPH E. (1998), *The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy*, The World Bank, Washington, D.C.
- STIGLITZ, JOSEPH E. (2002), *El malestar en la globalización*, Taurus, Madrid.
- STIGLITZ, JOSEPH E. (2008), *Towards new global economy compact: principle for addressing the current global financial crisis*. A communication to the United Nations General Assembly, United Nations, New York.
- STOCK H.M. Y W. WATSON (2002), *Has the Business Cycle Changed and Why?*, National Bureau of Economic Research, Macroeconomics Annual 2002, Volume 17, Cambridge, Massachusetts.
- TESORO PÚBLICO (2014), *The Kingdom of Spain's Funding plan and Economic Policy Strategy*, January 2014, Ministerio de Economía y Competitividad, Gobierno de España, Madrid.
- TOWERS WATSON (2013a), *P&I / TW 300 analysis, Year end 2012*, August 2013, Towers Watson, London.
- TOWERS WATSON (2013b), *The World's 500 Largest Asset Managers, Year end 2012*, Towers Watson, London.
- TOWNSEND, R. M. (1977), "The Eventual Failure of Price Fixing Schemes", *Journal of Economic Theory* 14: 190-99.
- UNCTAD (2008a), *World Investment Report*, United Nations, New York and Geneva.
- UNCTAD (2008b), *Trade and Development Report*, 2008, United Nations, New York and Geneva.
- UNCTAD (2009a), *Assessing the impact of the current financial and economic crisis on global FDI flows*, United Nations, New York and Geneva.
- UNCTAD (2009b), *The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies*, United Nations, New York and Geneva.
- UNIÓN EUROPEA (2008), *Versión Consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea*, Bruselas, Diario Oficial de la Unión Europea, Bruselas.
- UNITED NATIONS (2009), *World Economic Situation and Prospects 2009*, United Nations, New York and Geneva.
- UNITED NATIONS INSTITUTE FOR TRAINING AND RESEARCH (2003), *Best Practices Series*, UNITAR, Genève.
- VELDE, D.W. (2011), *The role of development finance institutions in tackling global challenges*, Overseas Development Institute, London.
- WOOLDRIDGE, PD (2006), "The changing composition of official reserves", *BIS Quarterly Review*, September, pp 25–28.

- WORLD BANK & THE INTERNATIONAL MONETARY FUND (2001), *Developing Government Bond Markets, a Handbook*, WB & IMF, Washington, D.C.
- WORLD BANK (2006), *Global Development Finance Report*, The World Bank Group, Washington.
- WORLD BANK (2008), *Global Development Finance. The Role of International Banking. Review, Analysis and Outlook*, World Bank, Washington, D.C.
- WORLD BANK (2009), *Global Economic Prospects*, The World Bank Group, Washington, D.C.
- WORLD BANK (2010a), *Annual Report 2009*, WB Publications, Washington D.C.
- WORLD BANK (2010b), *Global Economic Prospects 2010: Crisis, Finance, and Growth*, World Bank, Washington, D.C.
- WORLD BANK (2013a), *About Us / Affiliates*, <http://go.worldbank.org/CGC782MDY0>, The World Bank Group, Washington, D.C.
- WORLD BANK (2013b), *Annual Report 2012*, The World Bank Group, Washington, D.C.
- WORLD BANK (2014a), *World Development Indicators 2014*, The World Bank Group, Washington, D.C.
- WORLD BANK (2014b), *Global Economic Prospects, Coping with policy normalization in high-income countries*, A World Bank Group Flagship Report, January 2014, The International Bank for Reconstruction and Development, Washington, D.C.
- ZURBRUGG, F. (2012): *Challenges posed by the growth in the SNB's foreign exchange reserves*, Swiss National Bank speeches, 8 November, Swiss National Bank, Geneva.

FUENTES ESTADÍSTICAS

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Locational Banking Statistics*,
www.bis.org/statistics

BLOOMBERG, *Bloomberg Real Time Data Services*, Bloomberg, New York.

EUROPEAN CENTRAL BANK, *European Central Bank Statistics*, www.ecb.int

EUROSTAT, *Statistics*, ec.europa.eu/eurostat

BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS, www.bea.gov

INSTITUTO NACIONAL DE ESTADISTICA, www.ine.es

INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*, data.imf.org

INTERNATIONAL MONETARY FUND, *International Financial Statistics (IFS)*,
<http://elibrary.imf.org>

SOVEREIGN WEALTH FUND INSTITUTE, www.swfinstitute.org

WORLD BANK, *World Development Indicators*, data.worldbank.org/data