

La banca, principal emisor en los mercados

*Desirée Galán, Javier Pino y Fernando Rojas**

El entorno favorable con que arrancaba el año en los mercados financieros se convirtió en caldo de cultivo para intensificar la actividad emisora en los mercados de renta fija europeos y españoles. Esta agilidad en la capacidad de respuesta ante dichas condiciones, junto con la buena aceptación por parte de los inversores en un contexto de tipos bajos, fue aún más evidente en el sector bancario, que aprovechó el momento para afrontar la presión regulatoria, al acercarse el calendario de cumplimiento de la normativa de resolución, y más concretamente, de la ratio de exigencias de pasivos con capacidad de absorción de pérdidas (*MREL*, por sus siglas en inglés). En este sentido, se observan dos tendencias: por un lado, al completarse los máximos regulatorios de capital permitidos para determinados instrumentos (bonos convertibles, *CoCos*, y deuda subordinada) que dominaron las emisiones en los años anteriores a 2017, se observa un giro hacia pasivos con un menor coste, como la deuda *senior non-preferred* que computa a efectos de *MREL*; por otro lado, se detecta también una “democratización” en esta tipología de emisiones a la que se han sumado entidades de menor tamaño que las que hasta ahora venían haciéndolo.

El entorno favorable con que arrancaba el año en los mercados financieros permitió intensificar la actividad emisora en los mercados de renta fija europeos y españoles. Esta agilidad en la capacidad de respuesta ante dichas condiciones, junto con la buena aceptación por parte de los inversores en un contexto de tipos bajos, fue aún más evidente en el sector bancario, tanto en Europa como en España. Dicho sector ha aprovechado el momento favorable de mercado para acelerar sus emisiones vinculadas a la presión regulatoria, ya que se acerca

el calendario de cumplimiento de la normativa de resolución, concretamente, la ratio de exigencia de pasivos con capacidad de absorción de pérdidas (*MREL*, por sus siglas en inglés).

En este sentido, cabe resaltar dos aspectos en la reciente oleada de emisiones bancarias en España. Por un lado, tras haber realizado en años anteriores una importante actividad emisora de los instrumentos más subordinados (*CoCos* y bonos subordinados), se observa ahora un giro hacia pasivos con

* Afi – Analistas Financieros Internacionales, S.A.

un menor coste, como la deuda *senior non preferred*, que también computan a efectos de la ratio *MREL*. Por otro lado, es destacable la ampliación del número de emisores, con presencia creciente de entidades de menor dimensión.

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

Volúmenes de emisiones y TIR

Las condiciones de financiación mejoraron sensiblemente en los últimos meses. Cabe reseñar que dos de los principales focos de riesgos que impactaban en 2019 se atenuaron a finales de año: por un lado, el acercamiento de posturas entre EE.UU. y China, que ha acabado materializándose en la firma de una primera fase del acuerdo comercial entre ambas potencias; por otro, la aprobación de un *brexit* “ordenado”. Todo ello sirvió de acicate para la mayor apelación experimentada en el mercado primario de emisiones en las primeras semanas del año (gráficos 1 y 2), que se enfriarían algo en la

segunda mitad del mes de enero al hilo de la emergencia sanitaria en China.

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

La actividad emisora de la banca se aceleró a comienzos del presente ejercicio. Los más de 6.000 millones emitidos en enero triplican la cifra del mismo mes de 2019 y superan las emisiones de todos los demás sectores privados juntos, representando casi un 18% del total de emisiones realizadas por la banca europea en el mismo periodo.

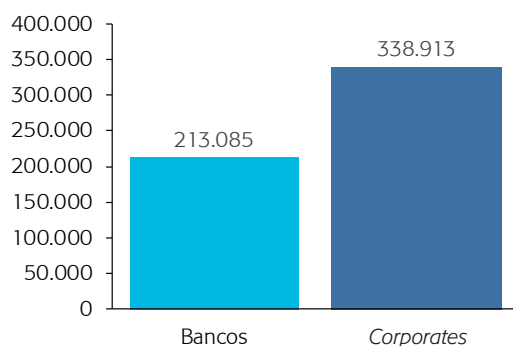
Por otro lado, en el análisis del desglose de emisiones por instrumentos, se pone de manifiesto el creciente sesgo hacia instrumentos con capacidad de absorción de pérdidas (CoCos, subordinadas, y *senior non-preferred*), con el objetivo de ir completando los requerimientos asociados al *MREL*. Esos

Gráfico 1

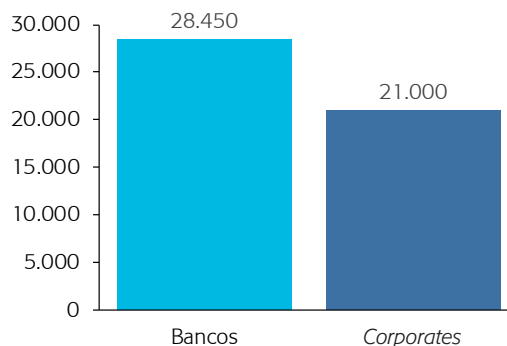
Volumen de emisión en 2019 en Europa y en España

(En millones de euros)

1a. Europa



1b. España

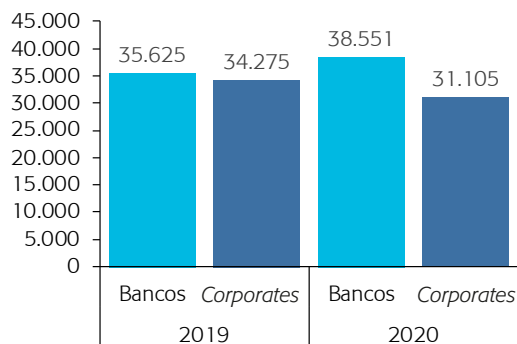
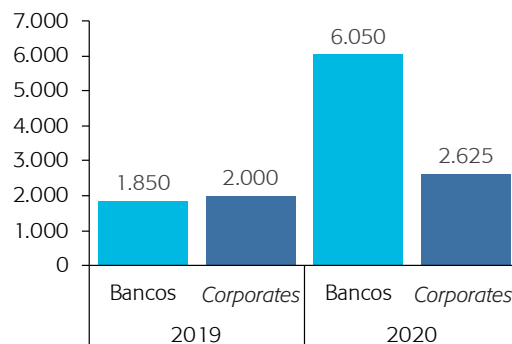


Fuente: Reuters y Afi.

Gráfico 2

Volumen de emisión en enero 2020 vs. enero 2019 en Europa y en España

(En millones de euros)

2a. Europa**2b. España**

Fuente: Reuters y Afi.

instrumentos elegibles para *MREL* representan, en el caso español, más de la mitad de las emisiones realizadas por la banca en el último año, mientras que en Europa predomina el peso de *covered bonds* y bonos sénior (gráfico 3).

Esta mayor emisión de instrumentos elegibles para *MREL* en el caso español tiene que ver, aparte

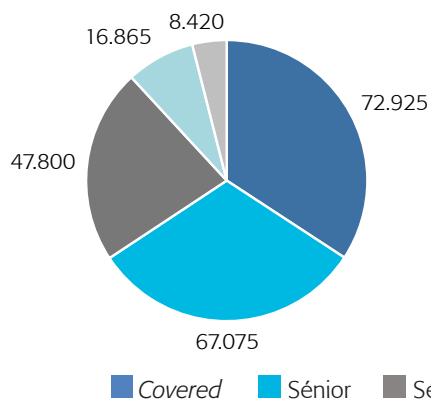
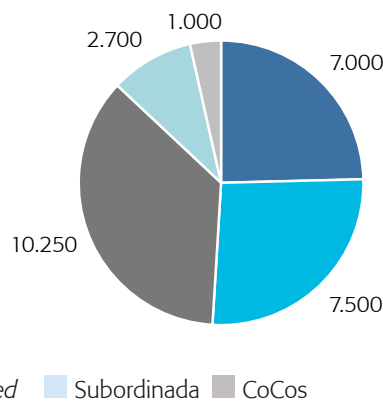
de con la aceleración en el cumplimiento de los requisitos, con la clara mejora en las condiciones de emisión de los mismos, como se puede observar en el gráfico 4.

La diferencia entre las TIR por instrumentos se debe al orden de absorción de pérdidas: CoCos en primer lugar, subordinadas a continuación, y *senior*

Gráfico 3

Emisiones bancarias en Europa y en España, 2019

(En millones de euros)

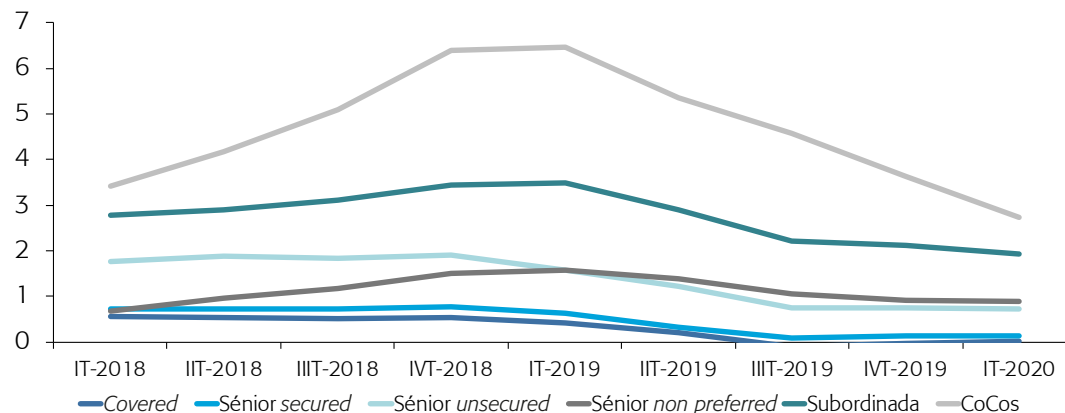
3a. Europa**3b. España**

Fuente: Reuters y Afi.

Gráfico 4

TIR media de emisiones en Europa

(En porcentaje)

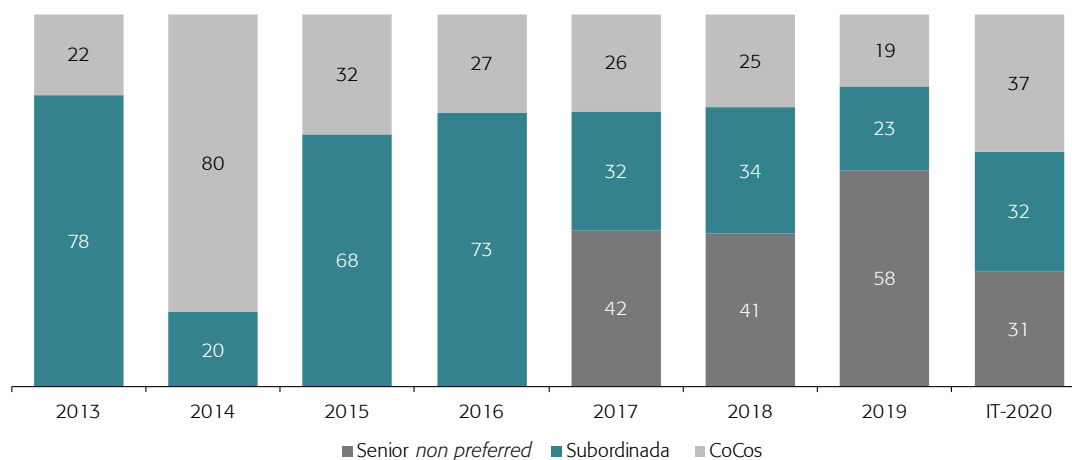


Fuente: Reuters y Afi.

Gráfico 5

Composición de emisiones en Europa

(En porcentaje)



Fuente: Reuters y Afi.

non-preferred en tercer lugar, siendo este instrumento el más reciente en términos de su regulación en España (2017), lo que explica la intensidad de su emisión en dicho año y posteriores, permitiendo a las entidades incorporar un instrumento elegible para *MREL* y con coste mucho más reducido que los *CoCos* y subordinadas.

En todo caso, la importante mejora en las condiciones de emisión de *CoCos* les ha hecho recuperar

un gran atractivo, bien para llevar a cabo emisiones por parte de entidades nuevas, bien para realizar la sustitución de algunas emisiones anteriores “caras” mediante el ejercicio de la *call* que todas ellas incorporan. Este sería el principal factor explicativo de la importante actividad emisora de *CoCos* en el arranque de 2020, como ilustra el gráfico 5. Esa opción de la *call* para aprovecharse de unas más favorables condiciones de emisión, es una lógica decisión financiera, tal y como explicábamos en un artículo

anterior (Berges, Pelayo y Rojas, 2018); y no tiene nada que ver con mayores o menores niveles de solvencia, o de señalización al mercado. Se ejerce la opción cuando es más barato emitir un nuevo CoCo, y no se ejerce en caso contrario.

El MREL constituye un requerimiento regulatorio adicional (a los de solvencia) para las entidades de crédito europeas, al tener como finalidad la preparación de la entidad ante una hipotética declaración por parte del supervisor de no viabilidad. Se trata de crear un colchón para que la entidad cuente con capacidad suficiente de absorción de pérdidas, además de su posterior recapitalización.

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

MREL: requerimientos y nivel “actual”

La ratio *MREL* (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*) constituye un requerimiento regulatorio adicional (a los de solvencia) para las entidades de crédito europeas, y con carácter preventivo, al tener como finalidad la preparación de la entidad ante una hipotética declaración por parte del supervisor de no viabilidad (*failing or likely to fail*) y posterior entrada en resolución. Se trata, por tanto, de crear un colchón para que la entidad cuente con capacidad suficiente de absorción de pérdidas, además de su posterior recapitalización¹. Todo ello, a través de la utilización de los recursos

propios y pasivos de la entidad, en aras de minimizar el recurso a ayudas públicas (*bail-out*), como ocurrió en la crisis anterior.

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

El calendario de cumplimiento del MREL ha incentivado a las entidades a orientar su política de emisión hacia los instrumentos que computan a dichos efectos, más si cabe en el actual entorno de tipos bajos y dado el apetito inversor ante los atractivos cupones que ofrecen.

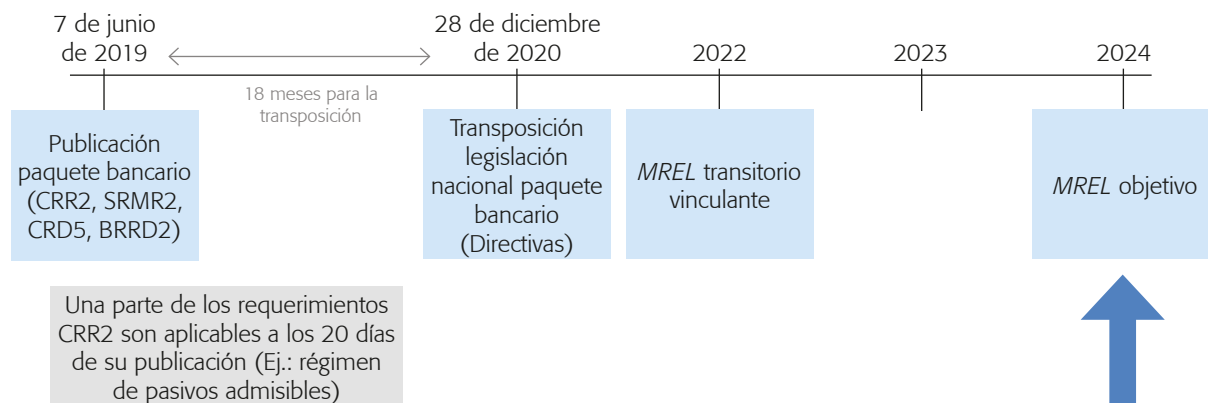
Al igual que ocurrió con los nuevos requerimientos de capital (Basilea III), las exigencias asociadas al *MREL* también descansan en un período de adaptación (*phase-in*) tanto por parte de la entidad como por el mercado. Esto último es importante para el requisito *MREL*, ya que se requieren importantes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

Como se puede observar en el gráfico 6, el 1 de enero de 2024 es la fecha límite para cumplir con los requerimientos de *MREL* por parte de las entidades, conforme a la directiva recientemente publicada BRRD II, aunque las entidades deberán cumplir en 2022 un *MREL* intermedio vinculante.

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

Gráfico 6

Calendario de aplicación de *MREL*



Fuentes: Junta Única de Resolución, Comisión Europea y Afi.

Asimismo, se permite cierta flexibilidad para entidades de menor tamaño, ya que las autoridades podrían prorrogar el plazo más allá de 2024 en función de la situación de la entidad, su capacidad de emisión, renovación de instrumentos, o de la estructura de su financiación, en particular para aquellas entidades donde predominan los depósitos y capital *CET1*, es decir, con limitaciones en el acceso a los mercados.

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

Dentro de la heterogeneidad de los modelos de negocio o la diversidad en la calibración de modelos internos, entre otros elementos, como se ha comentado con anterioridad, los requerimientos *MREL* se fijan como un “traje a medida” para cada entidad. Atendiendo a los niveles de *MREL* que ha fijado en la actualidad el SRB, y analizando un muestreo de unas 30 entidades europeas significativas, el nivel de *MREL* requerido para la banca europea ascendería en media al 26% de sus activos ponderados por riesgo, mientras que para la banca española sería del 23%. A modo de contraste, en el cuadro 1 se exponen los niveles que la Autoridad Bancaria Europea

(EBA, 2020) ha publicado recientemente para la totalidad de la muestra que está bajo el paraguas del SRB. La EBA estima los requerimientos medios en función de tres categorías: las entidades sistémicas globales (*G-SIIs*), otras entidades sistémicas (*O-SIIs*) y el resto de entidades (*Other*), cuyos niveles fluctúan entre los siguientes rangos: i) una media del 26,5% para las *G-SIIs*; ii) entre el 24,1% y 26,4% para las *O-SIIs* y; iii) aproximadamente un 25% para las otras entidades.

Al margen de consideraciones sobre los modelos de negocio o sobre la menor complejidad ante una hipotética resolución, esa menor exigencia de *MREL* a las entidades españolas frente a las europeas podría tener alguna relación con la diferente densidad de los activos ponderados por riesgo (APR). Es sobradamente conocido el reducido peso relativo de los APR en algunas grandes entidades europeas, como consecuencia de la aplicación de modelos internos que en la actualidad están altamente cuestionados por los mercados. De hecho, en las calibraciones iniciales del *MREL* el mismo se referenciaba a los activos totales, mucho más transparentes que los APR. Pero la conveniencia de homogeneizar con el requerimiento de *TLAC* (Capacidad total de absorción de pérdidas) para los bancos sistémicos a nivel global hizo que finalmente el *MREL* se definiese en porcentaje sobre los APR, en vez de sobre activos totales (véase Martínez Guerra, 2019). Bien pudiera ser que, a modo de

Cuadro 1
Requerimientos y niveles de las estimaciones de la EBA
(En porcentaje)

EBA			
Rango/categoría	Requerimiento MREL	Requerimiento subordinación	Nivel actual
Entidades sistémicas globales	26,5%	22,2%	20,7%-32,8%
Otras entidades sistémicas	24,1%-26,4%	13,5% + CBR	21,5%-33,5%
Resto de entidades	25%	19%	18,9%-34,6%

Fuente: Autoridad Bancaria Europea.

“solución salomónica”, se exigiese más *MREL* a aquellas entidades con una menor densidad de *APR* por aplicación de sus modelos internos.

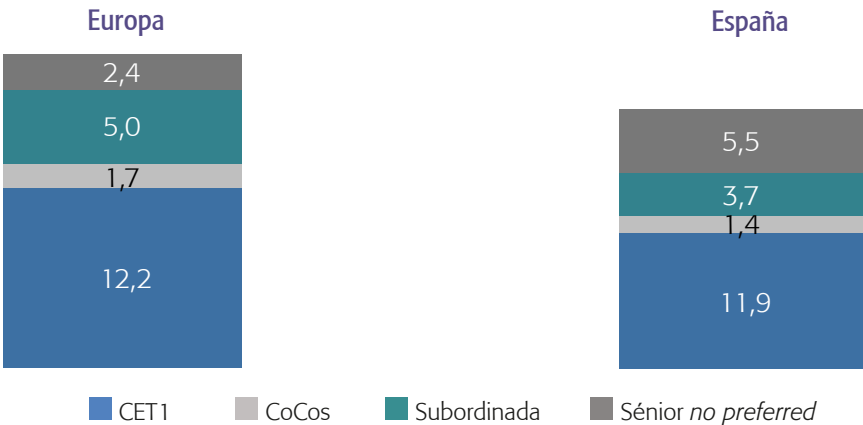
Sin embargo, lo interesante es analizar la distancia desde la situación actual hasta esos requerimientos. En el gráfico 7 se observa cómo la banca europea mantiene en la actualidad unos niveles de *MREL* en torno al 23%, es decir unos 3 puntos porcentuales por debajo de su nivel medio exigido. En el caso español, por su parte, el *MREL* medio actual estaría en torno al 19%, frente al 23% requerido en media para la muestra de entidades que hemos seleccionado. De esa comparativa entre la situación actual (final de 2019 para algunas entidades, y junio de dicho año para otras) y los requerimientos medios estimados, se deduce que harían falta 250.000 millones

adicionales de emisiones en la banca europea y unos 50.000 millones en la banca española. Dichas necesidades de emisión podrían ser algo mayo-

De la comparativa entre la situación actual (final de 2019 para algunas entidades y junio de dicho año para otras) y los requerimientos medios estimados del MREL, se deduce que harían falta 250.000 millones adicionales de emisiones en la banca europea y unos 50.000 millones en la banca española.

res como consecuencia de la pendiente implantación del cierre de Basilea III, en concreto, el establecimiento de un *output floor* en el cálculo de *APR* por modelos internos, que afectaría mucho más a aquellas entidades (fundamentalmente alemanas y

Gráfico 7
Nivel de MREL para la banca europea y española
(En porcentaje)



Fuente: Reuters y Afi.

francesas) cuyos APR se ven más favorecidos por los modelos internos.

A modo de contraste, la estimación realizada por la EBA del nivel actual para cada una de las tres categorías en las que divide el análisis es la siguiente: entre el 20,7% y el 32,8% para las sistémicas globales; entre el 21,5% y el 33,5% para las otras entidades sistémicas y; entre el 18,9% y el 34,6% para el resto. En conjunto, las necesidades de la banca europea ascenderían aproximadamente a unos 180.000 millones de euros. La diferencia que existe con nuestros cálculos y los de la EBA podría deberse a:

- Diferente espacio muestral en el cálculo estimado.
- Nuestros cálculos sobre los niveles que presentan las entidades están realizados considerando los instrumentos elegibles hasta la deuda *senior non-preferred*, sin incluir deuda *senior preferred* y los depósitos de empresas de más de un año de vencimiento.
- Se ha considerado que el capital *Common Equity Tier 1 (CET1)* usado para cumplir con el MREL sobre APR no se incluye en *Capital Buffer Requirement (CBR)* conforme al nuevo paquete bancario².
- El nuevo requerimiento, en paralelo, de cumplir con un MREL sobre la ratio de apalancamiento (*LRE*, por sus siglas en inglés) para complementar el MREL sobre APR. En función de los niveles que presenten las entidades sobre la exposición total (total de activos más exposiciones fuera de balance), hemos estimado un porcentaje de incremento para algunos países que tienen un menor nivel de *LRE*.

Conclusiones

El favorable contexto de mercado al cierre de 2019 e inicios de 2020 ha sido aprovechado

de forma muy ágil por la banca europea en general, y muy especialmente la española, para acelerar sus emisiones de instrumentos de renta fija. Tal es el caso, que las emisiones por parte de los bancos españoles superan, en lo que va de año, a las emisiones de todos los restantes sectores privados juntos, erigiéndose por tanto en el claro líder en el mercado de emisiones de renta fija.

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

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

Referencias

- AUTORIDAD BANCARIA EUROPEA, EBA (2020). *EBA Quantitative MREL Report*. EBA/REP/2020/07
- BERGES, A., PELAYO, A. y ROJAS, F. (2018). La banca Española ante el MREL: emisiones para su cumplimiento. *Cuadernos de Información Económica*, 263 (marzo-abril), pp. 51-59.
- MARTÍNEZ GUERRA, M. (2019). Los requerimientos de MREL ante la nueva directiva de resolución bancaria europea. *Cuadernos de Información Económica*, 272 (septiembre-octubre), pp. 25-33.
- SINGLE RESOLUTION BOARD (2020). Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities (MREL). *SRB Policy under the Banking Package*.

² También recogido en la consulta sobre la *MREL Policy 2020* (SRB, 2020).