

El futuro de los bonos garantizados en España

Conferencia Asociación de
Mercados Financieros

1 febrero 23

01

Impacto de la nueva regulación en las EEFF

Contexto normativo

- A pesar de que España cuenta con un marco jurídico para los bonos garantizados (cédulas hipotecarias, territoriales y de internacionalización) donde las cédulas hipotecarias están reguladas en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, las cédulas territoriales por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre y las cédulas de internacionalización 14/2013, de 27 de septiembre, la Directiva 2019/2162 ha establecido un nuevo marco de bonos garantizados armonizado para toda la UE
- Esta Directiva ha sido transpuesta en España mediante el Real Decreto-ley 24/2021, el cual entra en vigor plenamente el 8 de julio de 2022 y deroga el marco jurídico previo
- El Real Decreto-ley 24/2021 tiene por objeto regular el régimen de emisión, gestión y control de los bonos garantizados, estableciendo sus características, las obligaciones de información y los mecanismos de protección a los inversores, siendo de aplicación a las emisiones de bonos garantizados por entidades de crédito españolas
- Se estructura en ocho títulos, los cuales incluyen tres grandes áreas regulatorias, como son: (i) el establecimiento de unos principios comunes para la emisión y supervisión de los bonos garantizados, (ii) las especificidades de los distintos tipos de bonos garantizados y (iii) la intervención pública de cada emisión, a lo largo de toda su vida
- Con la aprobación de esta norma, se consigue alinear el ordenamiento jurídico español al de otras economías de referencia, en lo que al tratamiento de bonos garantizados se refiere

Adaptación a la nueva directiva de Covered Bonds. Retos de nueva regulación

Selección de activos para el conjunto de la cobertura

La norma actual no permite seleccionar activos y exige que toda la cartera hipotecaria, sector público y de financiación a la exportación sirva de cobertura

Control

Se introduce la figura del Órgano de Control y se amplían las facultades de supervisión pública



Art.30: Las entidades emisoras de bonos garantizados deben contar con un órgano de control del conjunto de cobertura para cada programa (Cédulas hipotecaria, territorial e internacionalización)

El 8 de abril de 2022 se deberá presentar al BdE el órgano de control (el Real Decreto exige hacerlo con tres meses de anterioridad a la entrada en vigor del Real Decreto (8 Julio 2022))

Principales Impactos

Colchón de liquidez Activos líquidos que cubran salidas netas de 180 días

Sobrecolateralización

Se establece un nivel mínimo de sobrecolateralización para las cédulas

Segregación

En balance a través del registro contable formando en concurso un patrimonio separado



Implicaciones en la gestión del conjunto de la cobertura

Requisitos de cobertura y sobregarantía

Los programas de bonos garantizados deberán garantizar en todo momento que sus pasivos estén cubiertos por los activos de cobertura.

Activos segregables

Los activos de cobertura se dividen en las siguientes categorías:

Activos primarios (determinarán la naturaleza del conjunto de la cobertura).

Activos de sustitución (activos que contribuyen a cumplir los requisitos distintos de los primarios).

Activos líquidos (activos líquidos de alta calidad crediticia que contribuyan a la solvencia y liquidez).

Contratos derivados que, en su caso, se asignen.

Registro especial del conjunto de cobertura

Los activos integrados en cada conjunto de cobertura deberán ser objeto de segregación, para lo que se dispondrá a tal fin de un registro especial en el que se identifiquen todos y cada uno de los activos que formen parte del conjunto de la cobertura de cada programa de bonos garantizados, el cual deberá mantenerse actualizado en todo momento.

Pruebas sobre el conjunto de cobertura

1. Pruebas de granularidad y concentración
2. Ejercicios de estrés

Designación del Órgano de Control

Los programas de bonos garantizados contarán en todo momento con un órgano de control que desempeñará las siguientes funciones :

- **Función de control:** Seguimiento de los distintos programas de emisión y evaluación de la información contenida en el Registro Especial del conjunto de cobertura
- **Función de gestión:** Revisión / autorización de cualquier medida de gestión que pueda afectar la eficacia del conjunto de la cobertura a lo largo de la vida de la emisión (altas, bajas), evaluando su alineamiento con los supuestos contemplados en la norma y políticas internas
- **Función de certificación:** Certificación, cuando sea solicitada, de la composición del conjunto de la cobertura. Se elaborará un informe semestral a reportar a Banco de España y se confirmará, en su caso, y previa autorización de BBVA, la información que requiera las Autoridades Supervisoras en relación con el conjunto de su cobertura

Órgano de control externo

- Podrá ser una sociedad mercantil con recursos humanos con formación, conocimientos y experiencia, medios técnicos, capacidad organizativa, procedimientos y medidas necesarios. Su designación mínima será por 3 años con un máximo de 10 años

Órgano de control interno

- Se podrá designar una unidad interna que será independiente de las funciones operativas, comerciales y de gestión de riesgos y deberá ser nombrado o apartado por el Consejo de Administración.
- Se designó a Deloitte como órgano de control externo (pendiente su aprobación) - CDP 28/03

Modificaciones realizadas y aspectos pendientes de modificarse del RDL

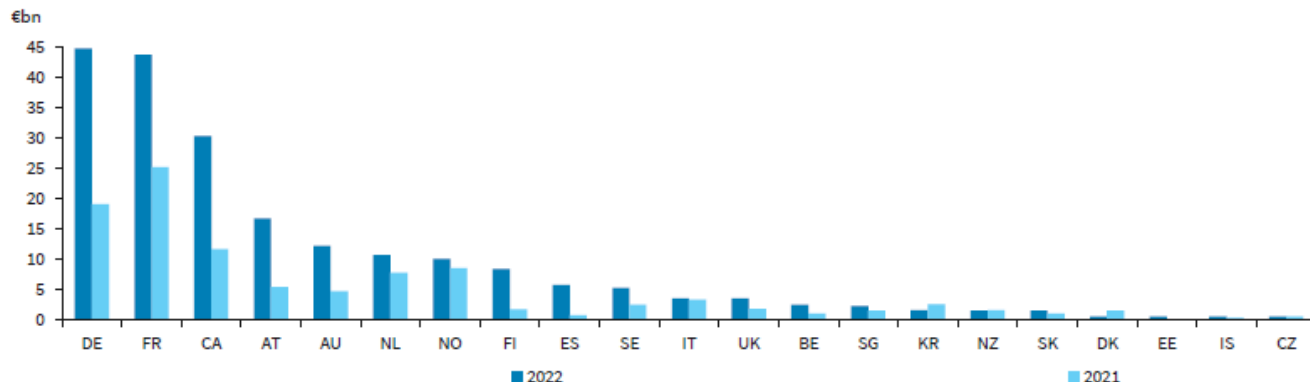
- Se introdujeron modificaciones el 25 de junio a través de un Real Decreto-ley 11/2022 donde se exigía retasar toda la cartera que componen el conjunto de la cobertura
- Otras modificaciones pendientes de materializar:
 - Art 30.3 El órgano de control del conjunto de cobertura será el encargado de autorizar las entradas y salidas del registro especial del conjunto de cobertura previsto en el artículo 9 de esa Ley. No se podrán dar de baja activos o derechos incluidos en el mismo, salvo:
 - b) por pérdida de elegibilidad del activo, debiendo ser sustituido este inmediatamente por los activos primarios necesarios o de sustitución, que haya autorizado el órgano de control del conjunto de cobertura
- Art 18: Tasación de inmuebles en garantía de préstamos hipotecarios.
- Artículo 44. Valoración de los activos de cobertura
- Artículo 11. Colchón de liquidez del conjunto de cobertura.
 - 4) En las estructuras de vencimiento prorrogable, en caso de prórroga del vencimiento previsto de los bonos garantizados, el cálculo del principal se basará en la fecha de vencimiento derivada de la prórroga

02

Situación de mercado

Año record en volumen de emisiones en Covered Bonds en 2022

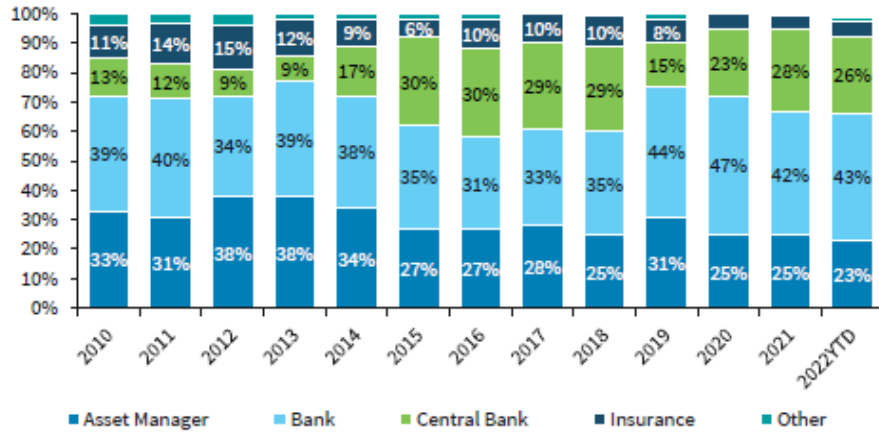
VOLUMEN DE EMISIONES 2022 (Bn)



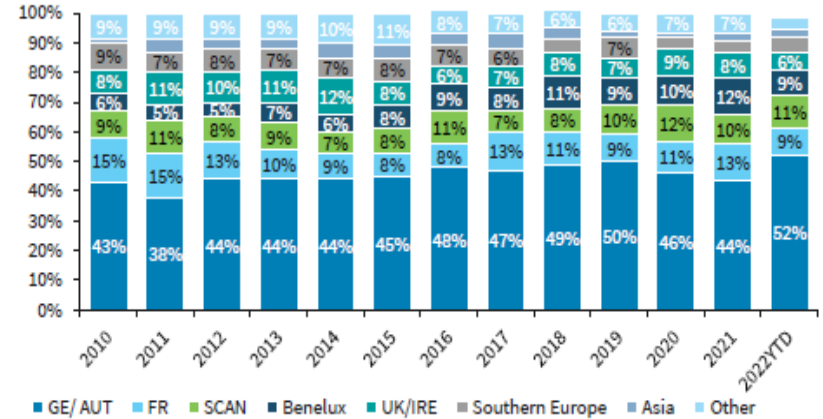
- A pesar de la volatilidad del mercado y las tensiones geopolíticas, en 2022 el volumen total de emisiones en el mercado primario alcanzó un importe de €200Bn después de dos años de volúmenes por debajo de los €100Bn
- La segunda parte del año ha sido especialmente activa, donde los emisores aprovecharon la ventana de oportunidad para prefinanciar sus necesidades de financiación del 2023
- Canadá emergió como el tercer país con más volumen de emisión en el mercado euro y el país líder en emitir en otras divisas. Esta actividad se justifica por su elevado volumen en la originación de préstamos, por la preocupación del decrecimiento en depósitos y menor apoyo del Banco Central
- Austria también sorprendió con un volumen record de €16Bn con importes sub-benchmark y nuevos emisores

Demanda proveniente principalmente de bancos centrales y bancos

DEMANDA POR TIPO DE INVERSOR



DEMANDA POR DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA

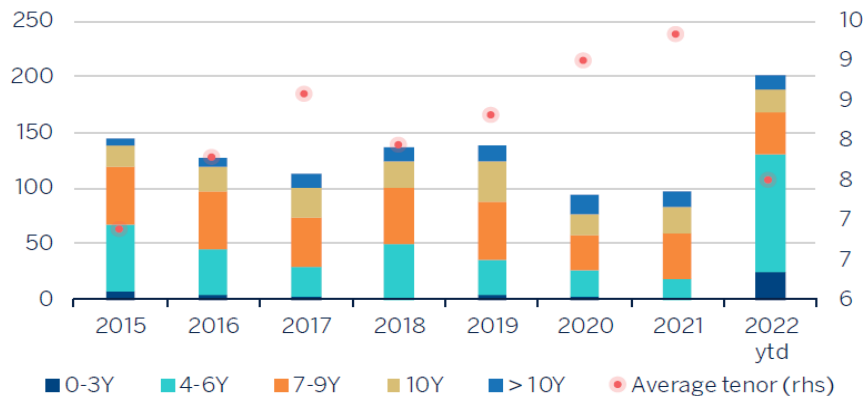


- El incremento en tipos, mayores yields, los swap spreads especialmente amplios y un comportamiento en spreads más resistente en comparación con los Govies, SSAs o los spreads de crédito ha provocado que los Covered Bonds haya sido uno de los tipos de activo más atractivos por los inversores
- Los bancos continúan siendo de largo los inversores más activos en covered bonds en los últimos 4 años con una representación en libros de 40%-50%
- Hemos presenciado en el último tramo del año que las subidas en yields ha provocado una mayor participación de inversores real money especialmente en los tramos más cortos. La media de pago de cupones en el 2022 ha sido de 1,35% (la media más alta desde 2014)
- Por países, los inversores alemanes/ austriacos sigue siendo la jurisdicción más destacada como base inversora del Covered Bond incrementando su cuota en 2022 hasta el 52%

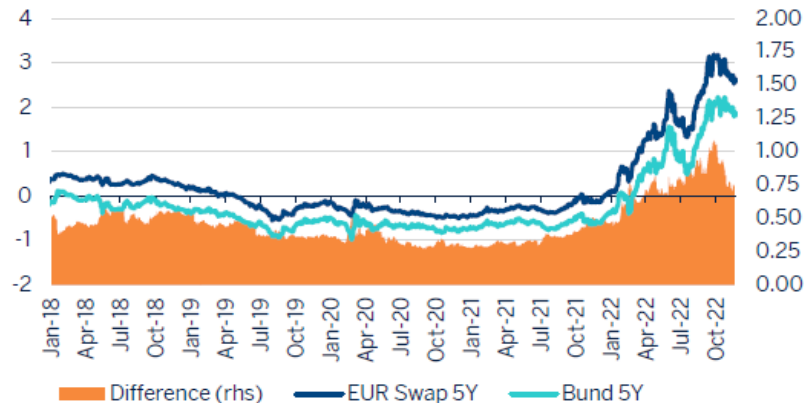
El swap spread como factor a destacar en la demanda de Covered Bonds

- Fuerte concentración en los vencimientos a corto plazo. La mayoría de los plazos se han centrado en el tramo entre el 3Y y el 6Y provocando un cambio sustancial en la media de vencimientos de covered bonds que pasa de 9Y en 2021 a 6Y en 2022
- Los motivos principales de la concentración a corto plazo han sido derivados por la volatilidad de los tipos, la curva swap invertida en el tramo entre el 5Y y el 7Y y un swap contra el bund más amplio en los tramos cortos provocando una mayor demanda en plazos especialmente en el 3Y
- Hasta un 53% de las emisiones benchmark en 2022 han ofrecido plazos menores de 5Y y 15% en plazos a partir de 10Y, mientras que en 2021 solo un 1% se emitió a plazos menores a 5Y y mas de un 38% en plazos a partir del 10Y

PLAZOS EMITIDOS EN COVERED BONDS 2022



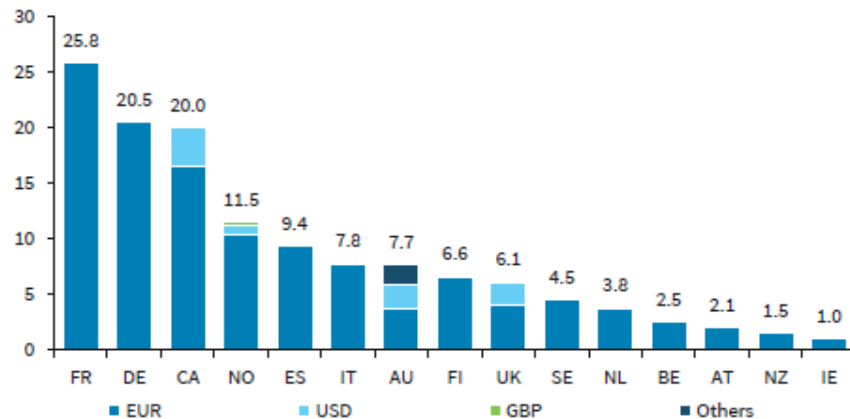
5Y Bund vs EUR SWAP 5Y



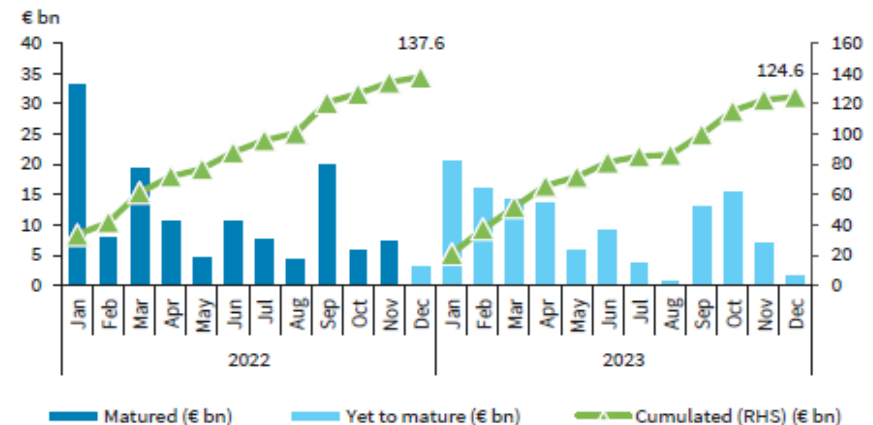
Mucha actividad en covered Bonds para 2023 soportado por elevados vencimientos

- Para 2023 esperamos unos vencimientos totales en el mercado euro de €125Bn, es decir € 13Bn menos que en 2022, por tanto se espera oferta positiva neta para 2023
- Al igual que con el volumen de emisiones de 2022, gran parte de los vencimientos residen en Francia, Alemania y Canadá, por tanto esperamos que sean jurisdicciones muy activas para este año
- En caso de los emisores españoles se espera un volumen total de €10Bn, donde ya se han ejecutado un total de € 5Bn entre Santander que emitió a comienzos de año un doble tramo de 3Y y 7Y por importe total a 3,5Bn y BBVA por importe de €1,5Bn a un plazo de 4,5Y a ms +27 pbs

VENCIEMIENTOS EN COVERED BONDS 2023



VENCIEMIENTOS EN COVERED BONDS 2022 vs 2023

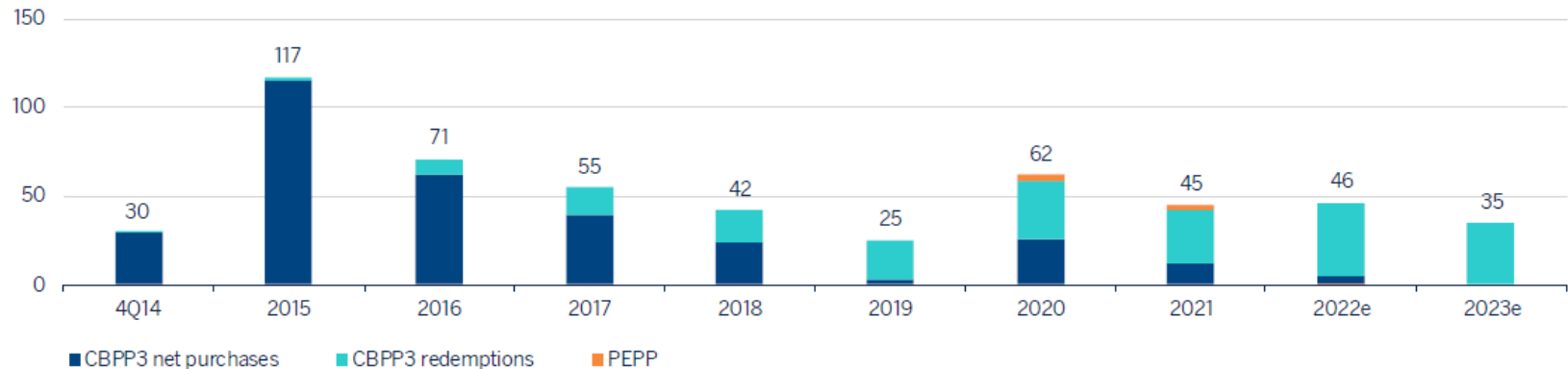


Factores a considerar para las emisiones de Covered Bonds en 2023 (1/3)

- Se espera que el BCE continúe proporcionando apoyo técnico por la vía de la reinversión del Programa de Compras CBBP3. Sin embargo, se espera una menor participación en los libros a lo largo del 2023.
- De manera gradual su participación en primario ha ido descendiendo desde principios del 2022 con una participación del 40% en 2022 a un 30% a final de marzo, terminando el año pasado y principios de este año con un 20%. Se espera que a lo largo del 1H se reduzca hasta un 10% hasta dejar de dar soporte
- Este factor está provocando que muchos emisores concentren las emisiones a comienzos de este año

Annual covered bond gross settlements by programme and total cumulative gross settlements (EURbn)

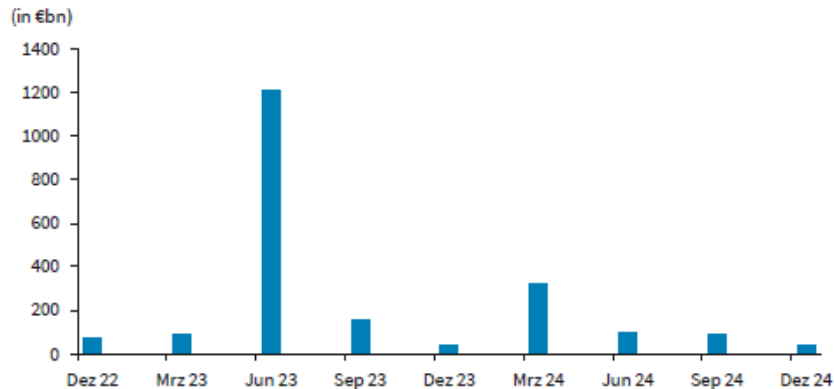
Source: ECB



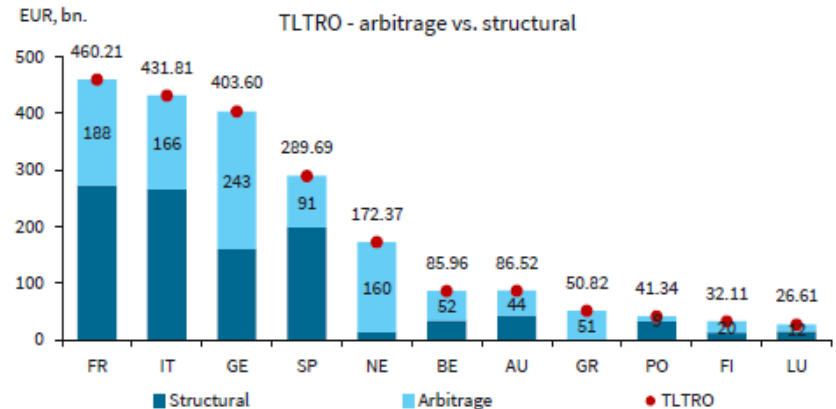
Factores a considerar para las emisiones de Covered Bonds en 2023 (2/3)

- De total importe del TLTRO, mas de la mitad (>1 trn) vencerá en junio. Este deadline dará al mercado la oportunidad de calibrar cuanto vencimiento del TLTRO será trasladado a la actividad de covered bonds
- Aunque el TLTRO es un factor a tener en cuenta, parte del mismo no ha llegado ser usado para financiar a la economía real por tanto las necesidades de liquidez serán menores de lo esperado
- No obstante, la amortización del TLTRO puede tener un impacto negativo en los ratios del LCR y por tanto tener la necesidad de emitir Covered Bonds

64% DEL VENCIMIENTO DEL TLTOR VENCE EN JUNIO 2024



EXPOSICION TLTRO POR JURISDICCIONES



Factores a considerar para las emisiones de Covered Bonds en 2023 (3/3)

- Para 2023 esperamos que los emisores continúen enfocados en plazos cortos. Sin embargo, una vez que las subidas de tipos de interés alcancen su máximo (esperado en 2S) esperamos que los emisores retomen su perspectiva de emitir plazos más largos
- Los bancos continuarán con unos niveles elevados de exceso de liquidez y siempre se mostrarán participativos siempre y cuando los spreads son suficientemente amplios respecto al swap vs SSAs
- Adicionalmente los desembolsos del TLTRO implicarán una caída significativa en los ratios del LCR. Por tanto los bancos optarán por compensar la bajada mediante la compra de instrumentos elegibles para el LCR
- El movimiento en los niveles de spread de covered bonds vs Bunds está altamente relacionado con el Bund-swap spread, por tanto una reducción del swap spread provocaría una mayor disminución vs el Bund y por tanto un menor apetito por el Covered Bond. Esta potencial tendencia, junto con un menor apoyo del BCE en el primario, un elevado volumen de nuevas emisiones hacen prever un incremento de spreads en los covered Bonds
- El retorno de las compañías aseguradoras en los Covered Bonds ha sido menor debido fundamentalmente a los plazos cortos, aunque han estado presentes evidenciando el flujo a productos a renta fija debido a los elevados retornos

El futuro de los bonos garantizados en España

Conferencia Asociación de
Mercados Financieros
1 febrero 23