

**LA EVOLUCION RECIENTE DE LAS PRIMAS DE RIESGO CORPORATIVAS Y DE SUS DETERMINANTES**

En este recuadro, se analiza hasta qué punto la evolución reciente de las primas de riesgo del crédito corporativo del área del euro y EE.UU., tanto para el segmento de grado de inversión como para el de alto rendimiento, se explica por la relación histórica con sus determinantes fundamentales. Para ello, se emplean modelos de valoración de bonos corporativos basados en cuatro factores: el valor esperado de las empresas, la incertidumbre alrededor de este valor, el apalancamiento del sector corporativo, y el grado de aversión al riesgo de los inversores<sup>1</sup>. Para cada segmento, las primas de riesgo se miden como el diferencial de la rentabilidad de los bonos corporativos respecto a la curva *swap* en el área del euro y EE.UU.<sup>2</sup>. El valor de las empresas se aproxima mediante los beneficios medios por acción esperados por los analistas para las empresas que integran el índice bursátil del área correspondiente (EURO STOXX 50 o S&P 500) a un plazo de 2 o 3 años, mientras que la incertidumbre se recoge mediante la desviación típica de las respuestas de los analistas sobre dichos beneficios. El apalancamiento se mide con la ratio deuda del sector de empresas no financieras de cada área con respecto del PIB<sup>3</sup> y, por último, el grado de aversión al riesgo de los inversores se aproxima mediante la volatilidad implícita de los índices bursátiles (VIX y VSTOXX)<sup>4</sup>. El modelo se estima con frecuencia mensual para el periodo desde enero de 2001 hasta marzo de 2021. Tal y como cabía esperar, los modelos estimados sugieren que un aumento de los beneficios esperados conduce a menores primas de riesgo, mientras que el incremento de la incertidumbre, el apalancamiento o la aversión al riesgo provocan un aumento de las mismas<sup>5</sup>.

Los gráficos 1 a 4 muestran la descomposición de las primas de riesgo de crédito, en desviaciones sobre su media histórica, a partir de los modelos estimados, para los dos segmentos (grado de inversión y de alto rendimiento) y las dos áreas (área del euro: gráficos 1 y 2; EE.UU.: gráficos 3 y 4) en 2020 y en el primer trimestre de 2021<sup>6</sup>. Los

resultados muestran que antes del inicio de la pandemia estas primas de riesgo se encontraban por debajo de su media histórica en la mayoría de los segmentos. La parte no explicada por el modelo<sup>7</sup> era negativa en EE.UU., y de mayor magnitud absoluta para los bonos de alto rendimiento en esa geografía. Esto implica que estas primas de riesgo se situaban por debajo del valor explicado por sus determinantes fundamentales. Probablemente, por este motivo algunos analistas consideraban la compresión de las primas como un riesgo para la estabilidad financiera.

Tras el estallido de la crisis, la mayoría de los factores contribuyeron a un repunte de las primas, y, de forma más acentuada, la aversión al riesgo de los inversores, sobre todo en los segmentos de alto rendimiento. Salvo para los bonos corporativos en grado de inversión del área del euro, en el resto, el aumento observado de estas primas de riesgo durante los primeros meses de la crisis fue más moderado de lo que sugiere la relación histórica de estas con sus determinantes fundamentales. Esto se recoge en los gráficos como una parte no explicada más negativa, cuya magnitud llegó a ser muy elevada en los dos segmentos del mercado en EE.UU., y en el mercado de alto rendimiento del área del euro.

Durante los meses siguientes, el componente explicado tendió a reducirse gradualmente, favorecido en gran medida por la menor aversión al riesgo y por el descenso de la incertidumbre, que tiene mayor incidencia en los segmentos de alto rendimiento. Estos cambios en las variables explicativas estarían, en parte, vinculados con las políticas de apoyo desplegadas por las autoridades económicas durante la crisis. Sin embargo, parte de su efecto, en particular, el de los programas de compras de activos de los bancos centrales, no estaría recogido, lo cual justificaría que la parte no explicada se hiciera más negativa.

Los datos más recientes muestran que dichos componentes no explicados se encontraban, en valor absoluto, en torno

1 Para más detalles del modelo, véase Gálvez, J. M., e I. Roibás (2021), «Asset price misalignments in financial markets: an empirical analysis», Documento de Trabajo, Banco de España (próximamente).

2 Concretamente, se utilizan los índices de alto rendimiento (B) y grado de inversión (AAA-AA) de ICA Merrill Lynch en el área del euro y EE.UU.

3 En el caso de los EE.UU., se usa la deuda corporativa publicada en la página web de la Reserva Federal de St. Louis (FRED). En el caso del área del euro, se usa la deuda corporativa publicada en Eurostat.

4 En particular, se toma el primer componente principal del VIX y VSTOXX, que explica el 73 % de la variación de ambos.

5 Los coeficientes estimados de los modelos de valoración de bonos corporativos son significativos al 1 %.

6 El valor estimado de la prima de riesgo de crédito corporativa se calcula como una media ponderada de la estimada por los distintos modelos, que incorporan las variables explicativas valor de la empresa e incertidumbre a distintos plazos (2 o 3 años), donde las ponderaciones reflejan el poder predictivo de cada modelo (en términos del R<sup>2</sup>).

7 Aunque en los gráficos la parte no explicada por el modelo está calculada en forma de desviaciones sobre su media, hay que tener en cuenta que la media de este componente es cercana a 0 por construcción.

**LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS PRIMAS DE RIESGO CORPORATIVAS Y DE SUS DETERMINANTES (cont.)**

Gráfico 1  
DESCOMPOSICIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO CORPORATIVAS (a)  
GRADO DE INVERSIÓN. ÁREA DEL EURO

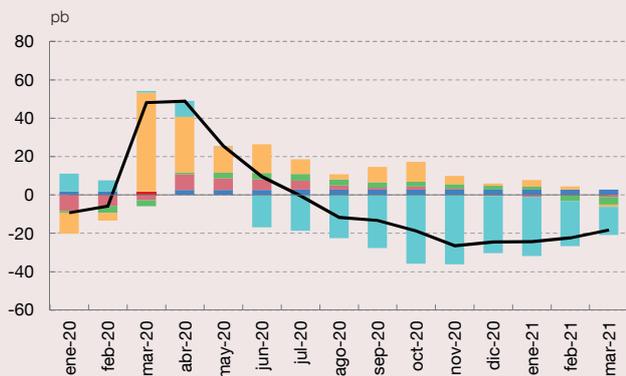


Gráfico 2  
DESCOMPOSICIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO CORPORATIVAS (a)  
ALTO RENDIMIENTO. ÁREA DEL EURO

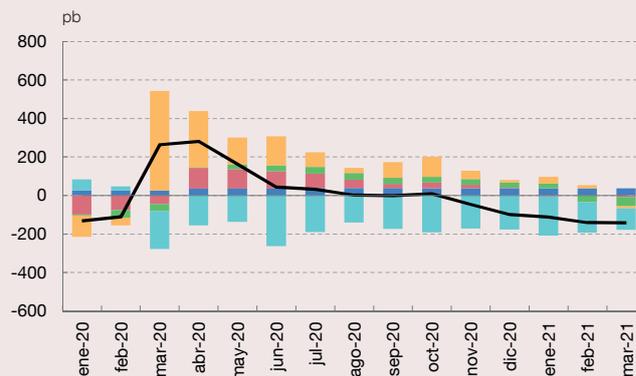


Gráfico 3  
DESCOMPOSICIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO CORPORATIVAS (a)  
GRADO DE INVERSIÓN. EE.UU.

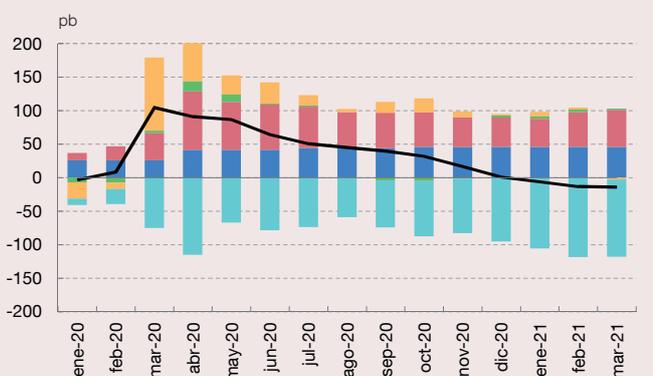
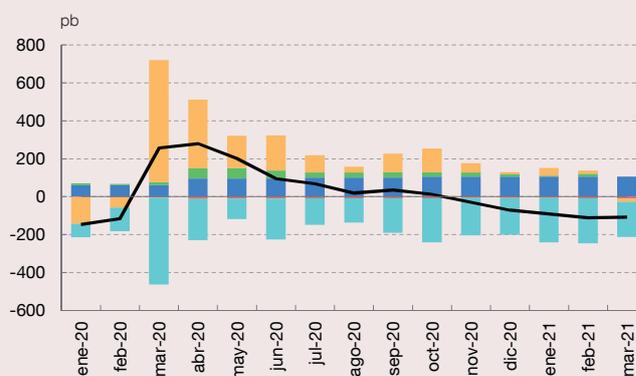


Gráfico 4  
DESCOMPOSICIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO CORPORATIVAS (a)  
ALTO RENDIMIENTO. EE.UU.



■ APALANCAMIENTO ■ INCERTIDUMBRE ■ VALOR DE EMPRESA ■ AVERSIÓN AL RIESGO ■ NO EXPLICADO ■ VALOR OBSERVADO

FUENTE: Datastream.

a Las descomposiciones están basadas en una media ponderada de distintos modelos de valoración de bonos corporativos. La aversión al riesgo es el primer componente de VIX y VSTOXX. El factor no explicado es la diferencia del valor observado y el valor predicho por el modelo de bonos corporativos. El valor observado de las primas de riesgo y las descomposiciones están calculadas en desviaciones sobre la media histórica del periodo enero 2001 a marzo 2021 (para EE.UU.) y del periodo noviembre 2001 a marzo 2021 (para el área del euro).

a los 15 pb y 112 pb en el segmento de grado de inversión y alto rendimiento, respectivamente, en la UEM, y a los 115 pb y 185 pb en los correspondientes segmentos en EE.UU. En el caso de los mercados de EE.UU., estos niveles se sitúan cerca de los máximos de estas series desde 2001, y son superiores a los que se observaron en los años anteriores a la crisis financiera global.

En resumen, los niveles actuales de las primas de riesgo crediticias son más reducidos de lo que cabría esperar a juzgar por la relación histórica entre estas y sus variables explicativas, especialmente en el caso de los bonos

corporativos de EE.UU. y de los de alto rendimiento en la UEM. Esto podría obedecer, en buena medida, a las medidas de apoyo público, en particular a la política monetaria, o a unas expectativas más optimistas sobre la evolución económica futura que las recogidas en las variables de los modelos utilizados. Así, eventuales cambios adversos en las expectativas de los inversores sobre la marcha de la economía o la duración de las medidas de apoyo público podrían traducirse en correcciones en los precios de los bonos corporativos, lo que impactaría negativamente tanto sobre las condiciones de financiación de los emisores de estos títulos como sobre el valor de las carteras de sus tenedores.