

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

4/2021

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS DURANTE
LA PANDEMIA DE COVID-19: COMPARATIVA
CON LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

Roberto Pascual González

RESUMEN

En los inicios tanto de la crisis financiera global como de la crisis del COVID-19 se alcanzaron niveles récord de emisiones de bonos por parte de las empresas no financieras y de las empresas financieras no bancarias de las economías avanzadas. Sin embargo, los motivos subyacentes son diferentes: mientras que en la primera se buscaba reemplazar los préstamos bancarios, durante la pandemia se ha intentado hacer frente a un problema de liquidez provocado por las restricciones frente al virus. Existen asimismo diferencias importantes entre las emisiones de ambas crisis: destaca la disminución sustancial de los costes de financiación por la reducción de los tipos de interés en los mercados, lo que ha podido favorecer el aumento de la duración media de los bonos y el mayor uso de los fondos para refinanciar pasivos anteriores. También se han producido un aumento de las emisiones de bonos de alto riesgo y un cambio en la composición sectorial de las empresas emisoras.

Palabras clave: emisiones de deuda, bonos corporativos, crisis financiera global, COVID-19, pandemia.

Códigos JEL: G01, G23, G32.

EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS DURANTE LA PANDEMIA DE COVID-19: COMPARATIVA CON LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

Este artículo ha sido elaborado por Roberto Pascual González, de la Dirección General de Operaciones, Mercados y Sistemas de Pago.

Introducción

En los meses siguientes al estallido de las dos últimas crisis económicas y financieras mundiales [la crisis financiera global (GFC, por sus siglas en inglés) en 2008 y la del COVID-19 en 2020] se produjo una fuerte expansión de las emisiones de bonos corporativos¹ en las economías avanzadas², con unos volúmenes brutos sustancialmente superiores a los vistos en los períodos anteriores. Así, en el primer trimestre de 2009 las empresas emitieron 1.112 mm de dólares y, en el segundo de 2020, 1.518 mm de dólares, muy por encima de los promedios de 646 mm y 850 mm de dólares emitidos en los años previos (véase gráfico 1). Los de 2007-2008 fueron muy bajos en comparación con trimestres previos, a diferencia de la situación anterior a la pandemia, debido a la distinta naturaleza de ambas crisis: mientras que la GFC se vino fraguando durante los años anteriores debido a la acumulación de tensiones financieras que tuvieron su reflejo en la emisión de deuda, la crisis del COVID-19 es de carácter sanitario y sus efectos en la economía fueron mucho más repentinos.

Los motivos que hay detrás de estos fuertes aumentos son, por tanto, diferentes en ambos episodios. En la GFC se explica por la necesidad de reemplazar la financiación que hasta entonces se obtenía de los bancos. Las grandes dificultades que sufrieron las entidades financieras conllevaron un endurecimiento de sus criterios de concesión de crédito y una reducción en la financiación que proporcionaban a sus clientes³. Por el contrario, durante la pandemia las empresas se han enfrentado a problemas de liquidez derivados de la disminución de sus ingresos por los confinamientos y las restricciones, en un contexto de un acceso más fácil a los mercados para obtener financiación. Esto las ha llevado a utilizar todas las vías de financiación disponibles, incluyendo préstamos bancarios, ayudas públicas y emisiones de deuda, que se han visto beneficiadas por los programas de compras de los bancos centrales⁴.

1 Realizadas por empresas no financieras y empresas financieras no bancarias (fondos de pensiones, aseguradoras, agencias públicas, etc.). Se excluyen, por tanto, los bonos emitidos por Gobiernos, entidades supranacionales y bancos.

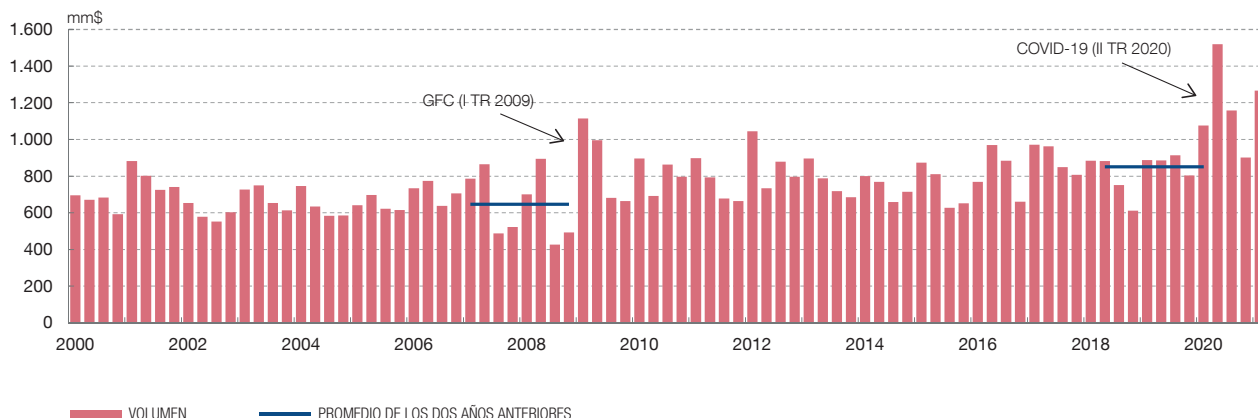
2 Estados Unidos, área del euro, Reino Unido, Japón, Australia, Canadá, Dinamarca, Islandia, Nueva Zelanda, Noruega, Suecia, Suiza.

3 Kwan (2010), De Fiore y Uhlig (2015) y Hogan (2019).

4 Álvarez *et al.* (2021). Los ejemplos más relevantes son las actuaciones, en marzo de 2020, de la Reserva Federal de Estados Unidos (con varios programas de compra de activos y facilidades para sostener el flujo de crédito), del Banco Central Europeo (BCE) [que anunció el programa de compras de emergencia frente a la pandemia

EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS EN ECONOMÍAS AVANZADAS

EMISIÓN TRIMESTRAL BRUTA DE BONOS CORPORATIVOS



FUENTE: Dealogic.



El objetivo de este artículo es describir y comparar ambos episodios de aumentos sustanciales en las emisiones de bonos corporativos en las economías avanzadas, detallando lo ocurrido en Estados Unidos y en el área del euro. En particular, se analizan las diferencias y las similitudes existentes en cuanto al coste de la deuda, su duración, calidad crediticia, la composición sectorial de los emisores y el uso dado a los fondos recibidos⁵.

Comparativa entre la crisis del COVID-19 y la crisis financiera global

Volúmenes de emisión: perspectiva general

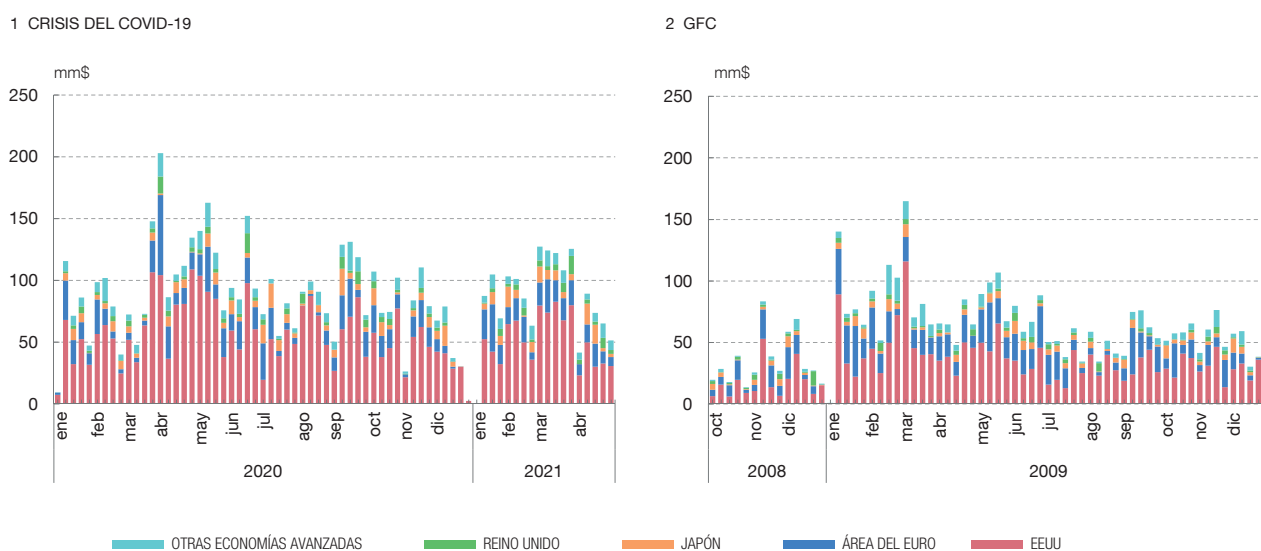
El volumen de emisión de bonos corporativos alcanzó niveles récord entre marzo y abril de 2020, cuando ya era evidente la extensión del coronavirus y se empezaron a implementar distintas restricciones. Durante la última semana de marzo, el volumen bruto alcanzó los 147 mm de dólares y aumentó hasta los 202 mm de dólares la semana siguiente (véase gráfico 2). Por su parte, los volúmenes más altos durante la GFC se observaron en enero y marzo de 2009, cuando se emitieron bonos por valor de 140 mm y 165 mm de dólares, respectivamente. En este caso, los picos se alcanzaron tiempo después del comienzo de la crisis⁶.

(PEPP, por sus siglas en inglés), destinado a la compra de activos públicos y privados mientras dure la pandemia] y del Banco de Inglaterra (que incrementó su programa de compra de activos).

5 El análisis se realiza sobre los volúmenes de emisión bruta de deuda. La fuente de los datos es Dealogic.

6 Como se ha comentado, el desarrollo de la GFC fue progresivo, aunque se suele considerar que las tensiones financieras que se desataron alcanzaron su máximo con la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS EN LA GFC Y EN LA CRISIS DEL COVID-19: ECONOMÍAS AVANZADAS



FUENTE: Dealogic.



En los meses siguientes se redujo la cuantía de nuevas emisiones, aunque, de media, continuaron mostrando volúmenes elevados. Así, el promedio semanal tras el pico de abril fue de 89 mm de dólares para el conjunto de 2020 y de 91 mm de dólares entre enero y abril de 2021. En el caso de la GFC, tras el máximo de marzo de 2009, el promedio semanal del resto del año fue de 60 mm de dólares.

El incremento que se observa de una crisis a otra puede responder a distintos factores, de entre los que cabe destacar los siguientes: a) el endurecimiento de la regulación prudencial de las entidades financieras tras la crisis de 2008, con la inclusión de nuevos límites al apalancamiento y exigencias de mantenimiento de liquidez, que limitaron la financiación aportada por los bancos; b) las políticas monetarias acomodaticias no convencionales de los bancos centrales, que ayudaron a mantener unas condiciones de financiación favorables y a reducir los costes de la deuda por otras vías, como los programas de compra de activos privados, y c) el mejor y más fácil acceso de las entidades no financieras a los mercados para obtener financiación (más predominante en Estados Unidos que en Europa).

Por áreas, la mayor parte de las emisiones se han producido en Estados Unidos, con un porcentaje sobre el total que ha aumentado desde el 54 % (GFC) hasta el 62 % (crisis del coronavirus) en los períodos mostrados en el gráfico 2. Por su parte, las del área del euro se quedan en el 26 % y el 17 %, respectivamente⁷. El motivo de

⁷ Para poner estas cifras en perspectiva, el PIB de Estados Unidos supone alrededor del 45 % del total de las economías avanzadas, y el del área del euro, el 27 %. Datos correspondientes al segundo trimestre de 2021.

esta diferencia entre ambas áreas parece estar en la mayor importancia y facilidad que tradicionalmente tienen las empresas americanas para obtener financiación en los mercados respecto a las del área del euro⁸, lo que continúa evidenciando la necesidad de avanzar en el desarrollo de la unión del mercado de capitales (CMU, por sus siglas en inglés).

En los inicios de la crisis del COVID-19, las empresas de Estados Unidos y del área del euro aumentaron de forma notoria su emisión de bonos casi al mismo tiempo: en Estados Unidos se alcanzaron los 106 mm de dólares en la última semana de marzo, mientras que en el área del euro el récord se observó la semana siguiente, con emisiones por valor de 64 mm de dólares (véase gráfico 3). Sin embargo, mientras que en Estados Unidos este volumen se mantuvo en las semanas posteriores, en el área del euro se redujo sustancialmente, ya que las empresas alemanas no volvieron a alcanzar el mismo nivel y algunos países pequeños (como Países Bajos, Austria y Bélgica) emitieron en abril volúmenes muy superiores a los del resto del año.

Por su parte, durante la GFC en Estados Unidos los incrementos de emisiones que se produjeron en enero y marzo de 2009 fueron seguidos de un descenso del volumen promedio el resto del año. En Europa, el comportamiento fue similar al observado durante la pandemia, ya que, exceptuando el pico de abril de 2020, en los dos episodios los volúmenes fueron relativamente similares entre sí al comienzo de las crisis y durante los meses siguientes.

Coste de las emisiones

El coste para los emisores de los distintos tipos de deuda, atendiendo a su calificación crediticia, fue sustancialmente menor durante la crisis del COVID-19 que en la GFC (véase gráfico 4). Esto no es extraño si se tiene en cuenta el descenso generalizado de los tipos de interés durante los últimos años. Los cupones de las emisiones realizadas en Estados Unidos son, en promedio, más elevados que en el área del euro en ambos episodios de crisis y tanto para las emisiones con grado de inversión (IG, por sus siglas en inglés) como para las de alto riesgo (HY, por sus siglas en inglés). Esta diferencia concuerda con las distintas actuaciones de los bancos centrales (ya que la Reserva Federal ha establecido un tipo oficial más alto que el BCE) y con la distinta percepción del riesgo de crédito en ambas regiones⁹.

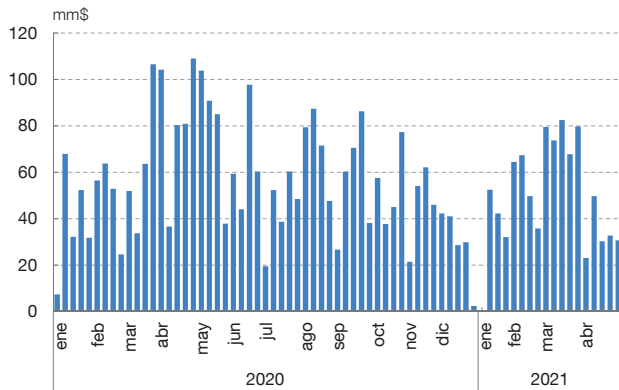
La tendencia decreciente de los costes se observa también mediante los índices para el sector corporativo elaborados por iBoxx (véase gráfico 5). Mientras que a comienzos de la GFC el promedio de la rentabilidad hasta el vencimiento se situaba

8 En Estados Unidos, el porcentaje de financiación a través de préstamos bancarios es del 16%, frente al 28% del área del euro. Datos correspondientes a finales de 2020 (fuentes: Reserva Federal y Banco Central Europeo).

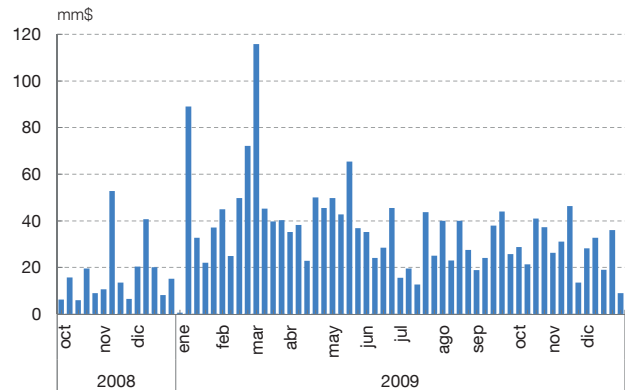
9 El tipo de interés de los bonos del Gobierno a diez años en el período entre crisis ha sido menor en Alemania (utilizado como referencia a escala europea) que en Estados Unidos, especialmente desde 2012. En 2019 incluso se situaron en terreno negativo de manera continuada.

EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS EN LA GFC Y EN LA CRISIS DEL COVID-19: ESTADOS UNIDOS Y ÁREA DEL EURO

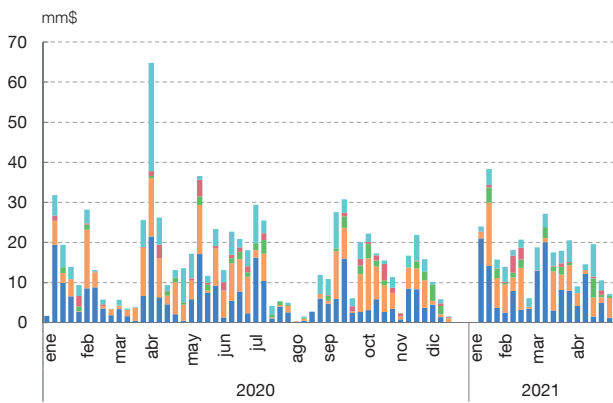
1 EEUU: CRISIS DEL COVID-19



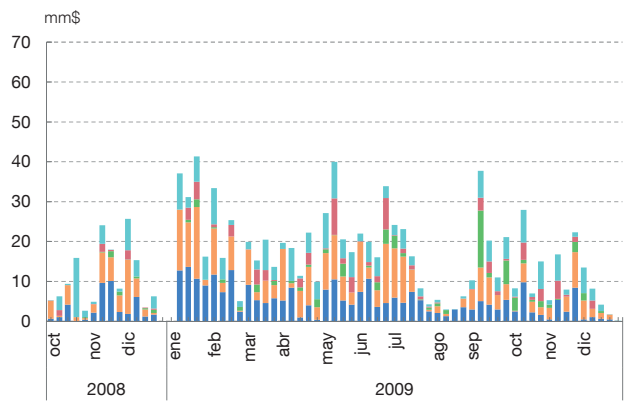
2 EEUU: GFC



3 ÁREA DEL EURO: CRISIS DEL COVID-19



4 ÁREA DEL EURO: GFC



RESTO ESPAÑA ITALIA FRANCIA ALEMANIA

FUENTE: Dealogic.



en el 6,9% para la deuda en dólares y en el 6,1% para la denominada en euros, durante la crisis del COVID-19 la media fue del 2,8% y el 0,7%, respectivamente. Es de destacar el importante salto observado en las primeras semanas de cada crisis, aunque en el caso de la pandemia se produjo a continuación un retorno relativamente rápido a sus valores previos.

Volúmenes de emisión por duración de la deuda

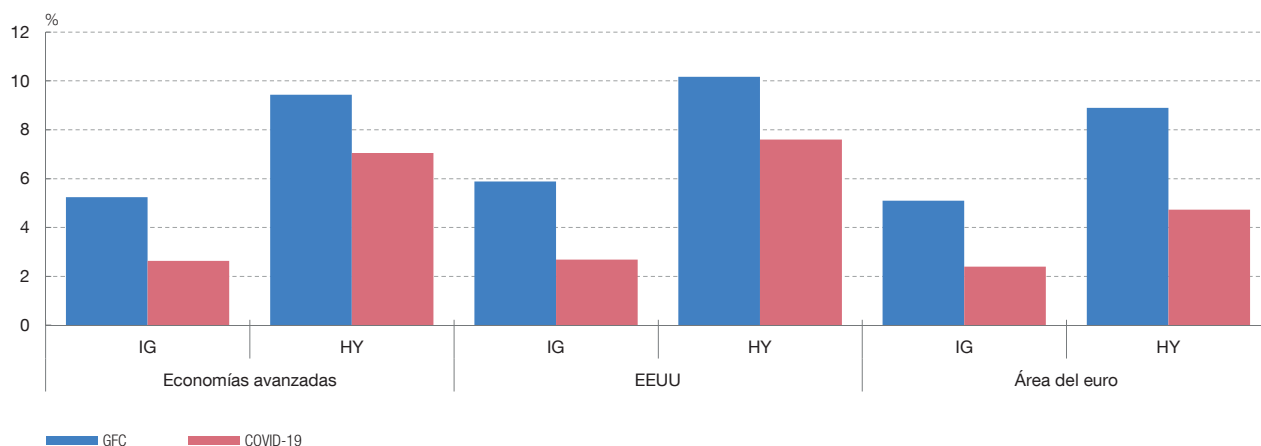
La duración media de la deuda corporativa ha aumentado entre ambos episodios de crisis¹⁰ (véase gráfico 6). El porcentaje de las emisiones a corto plazo (duración:

10 Atendiendo al peso relativo de cada tramo de años hasta el vencimiento.

Gráfico 4

COSTE DE LAS EMISIONES DE BONOS CORPORATIVOS (a)

PROMEDIO DEL CUPÓN POR RATING (b)



FUENTE: Dealogic.

a Los periodos de cálculo son de enero de 2020 a abril de 2021 (crisis del COVID-19) y de octubre de 2008 a diciembre de 2009 (GFC).
 b Calculado sobre la base de las emisiones de cupón fijo.



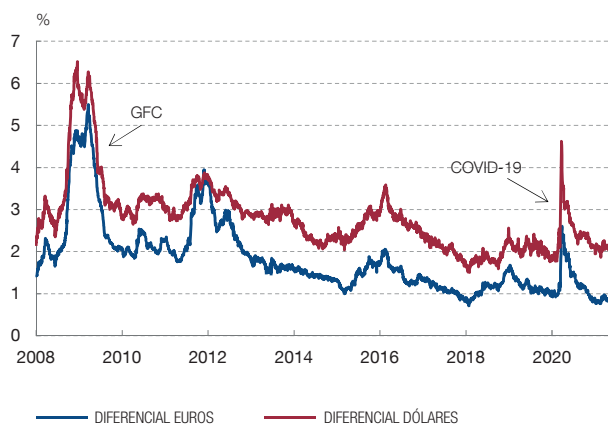
Gráfico 5

RENTABILIDAD DE LA DEUDA CORPORATIVA

1 RENTABILIDAD DE LA DEUDA CORPORATIVA (a)



2 DIFERENCIAL DE LA RENTABILIDAD CON EL OIS A CINCO AÑOS

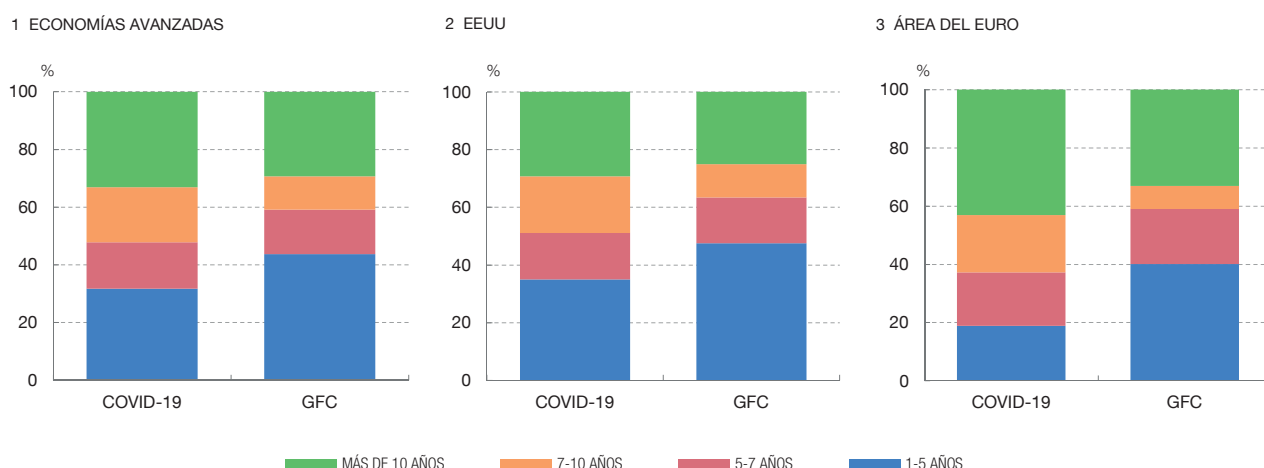


FUENTES: iBoxx y Bloomberg.

a GFC: del IV TR 2008 al IV TR 2009; COVID-19: del I TR 2020 al I TR 2021.



uno-cinco años) se ha reducido del 44 % al 32 %, mientras que ha crecido el peso de la deuda a medio y a largo plazo (la de vencimiento a siete-diez años ha pasado del 12 % al 19 %, y la de más de diez años, del 29 % al 33 %). Esta tendencia es más acusada en el área del euro, donde la deuda a corto plazo ha dejado de ser la

PORCENTAJE DE EMISIONES POR DURACIÓN DE LA DEUDA (a)

FUENTE: Dealogic.

a Los períodos de cálculo son de enero de 2020 a abril de 2021 (crisis del COVID-19), y de octubre de 2008 a diciembre de 2009 (GFC).



dominante, al reducirse a la mitad entre ambos episodios, mientras que ha aumentado más del doble la de duración de siete a diez años y ha crecido diez puntos porcentuales la de plazos mayores. En cambio, en Estados Unidos la deuda a corto plazo sigue siendo mayoritaria a pesar de su descenso y del aumento de la deuda a plazos más largos.

El incremento de la duración se ha podido ver favorecido por la reducción generalizada del coste de la deuda en comparación con años previos, lo que ha permitido emitir a plazos mayores con un coste inferior y que muchas empresas decidieran emitir deuda con vencimientos más largos para amortizar la ya emitida a corto plazo¹¹. Asimismo, existe evidencia empírica que relaciona los tipos de interés de la política monetaria con la duración de la deuda, lo que muestra que, cuando se producen recortes, esta tiende a aumentar¹².

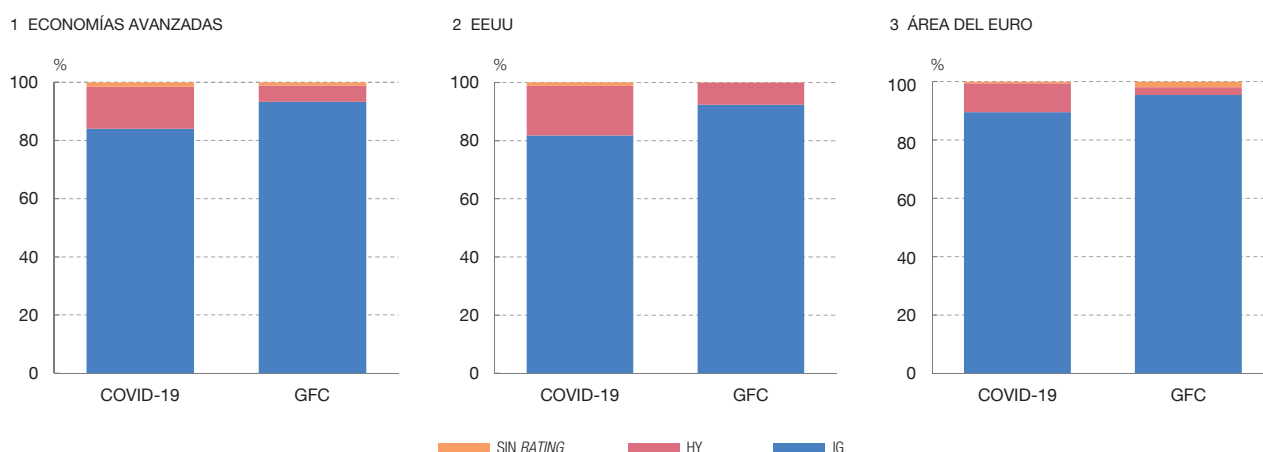
Volúmenes de emisión por rating

Los bonos con IG supusieron en ambas crisis la gran mayoría de las nuevas emisiones, aunque el porcentaje de bonos de HY ha aumentado significativamente durante la crisis del COVID-19 (véase gráfico 7). En efecto, su peso ha crecido del 6 % al 14 % gracias a lo ocurrido en Estados Unidos, donde han llegado al 17 % del total, pero

¹¹ Especialmente en Estados Unidos, como se muestra en el punto del uso de los fondos.

¹² Fabiani, Falasconi y Heineken (2020).

Gráfico 7

PORCENTAJE DE EMISIONES POR RATING (a) (b)

FUENTE: Dealogic.

a Los periodos de cálculo son de enero de 2020 a abril de 2021 (crisis del COVID-19), y de octubre de 2008 a diciembre de 2009 (GFC).
 b Ratings calculados por Dealogic basados en los de S&P, Moody's y Fitch.



también en el área del euro, donde se ha triplicado (del 3 % al 10 %). Mientras que en Estados Unidos el volumen de deuda de HY ya fue significativo desde abril de 2020, en Europa no alcanzó un peso importante hasta el verano.

Las acciones de los bancos centrales han sido claves para explicar esta evolución¹³. En concreto, la Reserva Federal de Estados Unidos incluyó la compra de bonos de HY en dos de sus facilidades de compra¹⁴, lo que permitió la adquisición de deuda de los llamados *fallen angels*¹⁵. De manera más relevante, también amplió la compra de bonos de fondos cotizados para permitir una mayor exposición a la deuda HY (de hecho, supusieron la gran mayoría de sus tenencias de este tipo de bonos). Por su parte, el BCE redujo los requerimientos de elegibilidad de la deuda en su PEPP, aunque mantuvo la obligatoriedad de que fueran valorados como IG.

Volúmenes de emisión por sectores

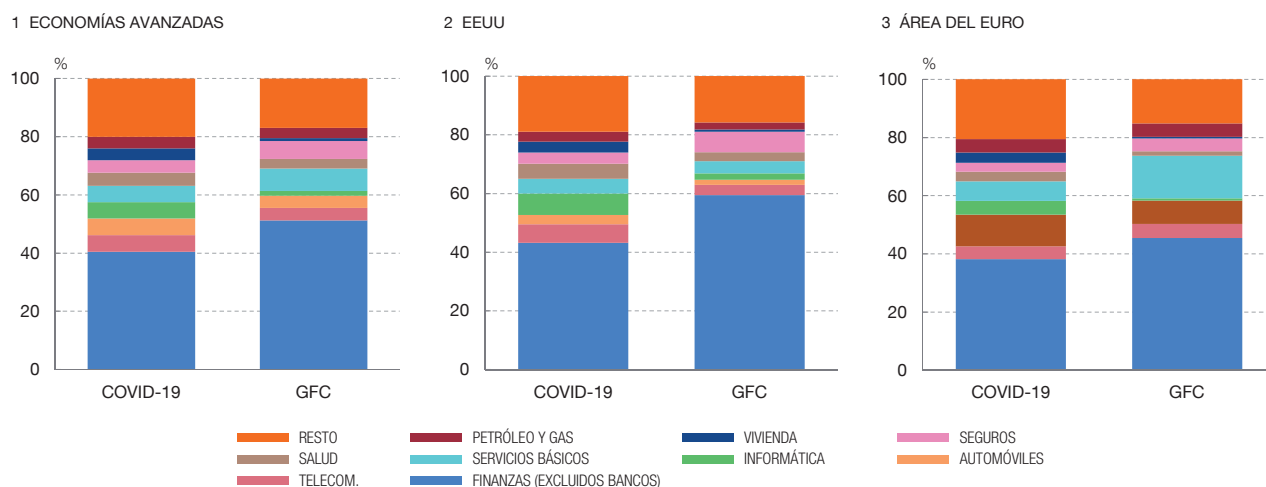
Las empresas financieras no bancarias suponen el sector individual que ha emitido un mayor volumen de bonos, aunque su peso sobre el total se ha reducido de una

13 Khametshin (2021). En concreto, las medidas de política monetaria pueden influir sobre los mercados de deuda y el segmento de HY incrementando los precios de mercado mediante sus programas de compra (reduciendo así el coste de la financiación), restaurando la liquidez en los mercados secundarios (lo que fomenta la del primario) y favoreciendo la demanda de bonos mediante el estímulo del crédito bancario.

14 La Primary Market Corporate Credit Facility y la Secondary Market Corporate Credit Facility. El tamaño combinado de ambas alcanzó los 750 mm de dólares.

15 Bonos que pasaron de IG a HY durante los inicios de la crisis (siempre que los emisores mantuvieran el IG hasta el 22 de marzo de 2020).

PORCENTAJE DE EMISIONES POR SECTOR DE LAS EMPRESAS EMISORAS (a)



FUENTE: Dealogic.

a Los períodos de cálculo son de enero de 2020 a abril de 2021 (crisis del COVID-19), y de octubre de 2008 a diciembre de 2009 (GFC).



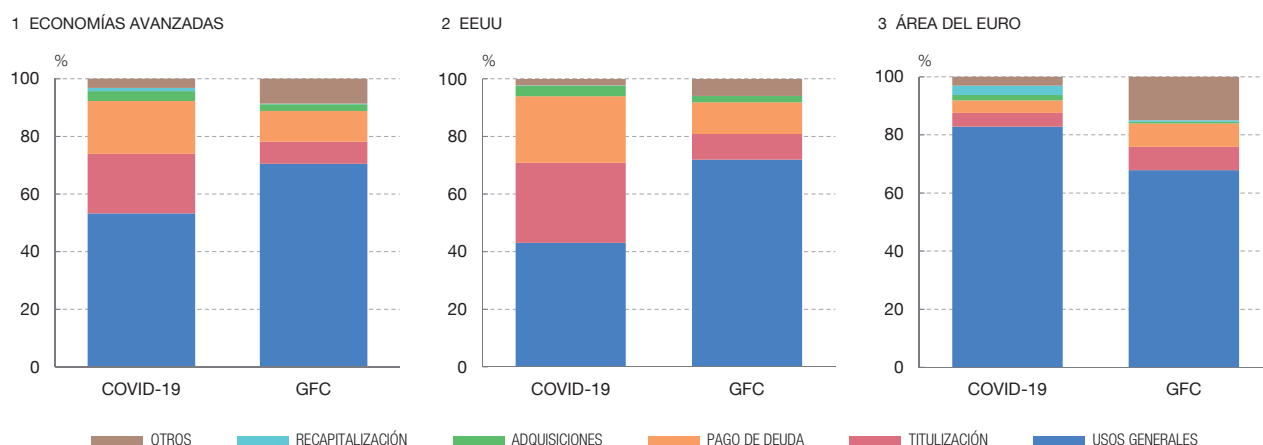
crisis a otra. Mientras que en el primer año de la GFC suponían la mitad del total, su porcentaje ha descendido al 40 % en la crisis del COVID-19 (véase gráfico 8). Esta caída de importancia relativa es muy acusada en el caso de Estados Unidos (donde llegaron a emitir el 60 % del total en la GFC), pero también se produce en la zona del euro.

Este descenso se ha producido a pesar de que estas entidades aumentaron sus emisiones durante la crisis del COVID-19. Su causa es el fuerte aumento de las emisiones del conjunto de las empresas no financieras. Entre estas, los sectores que más han incrementado el volumen entre ambas crisis han sido los de informática, salud, vivienda y automóviles. En el lado contrario, se han registrado descensos en el peso de los servicios básicos, los seguros, y el petróleo y el gas. Este patrón se repite en Estados Unidos y en el área del euro, aunque con algunas diferencias, dada la mayor importancia del sector de los automóviles en Europa y del sector de las telecomunicaciones en Estados Unidos.

Volúmenes de emisión por uso de los fondos

La utilización de los fondos obtenidos ha variado de una crisis a otra, y lo ha hecho de forma distinta en Estados Unidos y en el área del euro (véase gráfico 9). Así, en Estados Unidos los «usos generales» (relacionados con la actividad básica de la empresa), que durante los comienzos de la GFC suponían el 72 % del total, han pasado

PORCENTAJE DE EMISIONES POR USO DE LOS FONDOS ADQUIRIDOS (a)



FUENTE: Dealogic.

a Los períodos de cálculo son de enero de 2020 a abril de 2021 (crisis del COVID-19), y de octubre de 2008 a diciembre de 2009 (GFC).



al 43 % en la crisis más reciente. Por su parte, han aumentado mucho la titulización de la deuda¹⁶ y el pago de deudas anteriores, que han pasado a suponer el 28 % y el 23 % del total, respectivamente.

Sin embargo, en la zona del euro no se observa esta dinámica, ya que se ha producido un incremento de la importancia relativa de los «usos generales», que han pasado de suponer un 68 % en la GFC a un 82 % del total. En cambio, ha disminuido el peso de la titulización y del pago de deuda pendiente. En ambas áreas ha aumentado el peso de la deuda emitida para financiar las adquisiciones.

Los datos apuntan a que, mientras que las empresas europeas han optado de manera mayoritaria por conseguir liquidez para mantener su actividad durante la crisis del COVID-19, en Estados Unidos han aprovechado los menores costes de la deuda (en comparación con años previos) para abaratar el coste de sus pasivos, intercambiando deuda anterior más cara por otra más barata. Las compañías con calificación de HY son las que más se han beneficiado, mientras que las de IG han tendido a destinarlo a la actividad propia de la compañía¹⁷.

Conclusiones

En los meses iniciales tanto de la GFC como de la crisis del COVID-19 se alcanzaron niveles récord de emisiones de bonos por parte de las empresas no financieras y de

¹⁶ La gran mayoría de las empresas que han utilizado la titulización han sido las sociedades financieras no bancarias.

¹⁷ Dealogic (2021).

las empresas financieras no bancarias de las economías avanzadas. Así, en el primer trimestre de 2009 y en el segundo de 2020 se observaron fuertes incrementos respecto a los períodos precedentes. Sin embargo, los motivos subyacentes son diferentes: mientras que en la GFC las compañías buscaban reemplazar los préstamos bancarios (debido al endurecimiento y al descenso de la concesión de crédito), durante la pandemia se ha buscado hacer frente a un problema de liquidez provocado por los confinamientos y las restricciones frente al virus.

En la crisis del coronavirus los bancos centrales han sido claves para sostener y potenciar estas emisiones. Los programas de compra de activos (como el PEPP en el área del euro o las facilidades implementadas por la Reserva Federal en Estados Unidos) anunciados en su inicio inyectaron liquidez en el sistema, contribuyeron a reducir los costes de las emisiones y permitieron que las empresas hicieran frente a las dificultades derivadas de los confinamientos.

Hay diferencias importantes entre las emisiones de ambas crisis; destaca la disminución sustancial de los costes de financiación por la reducción de los tipos de interés en los mercados. Esto ha podido favorecer el aumento de la duración media de los bonos y el mayor uso de los fondos para refinanciar pasivos anteriores por deuda nueva comparativamente más barata. El primer hecho se ha observado de forma más clara en el área del euro, mientras que el segundo es un fenómeno exclusivo de Estados Unidos.

Allí se ha producido asimismo un mayor aumento de las emisiones de bonos de HY (aunque en Europa también se ha dado), gracias a la inclusión de este tipo de deuda en los programas de compra de la Reserva Federal. Las empresas con esta calificación crediticia se han podido favorecer, además, de los menores costes de emitir para así amortizar deuda pendiente.

Otra diferencia destacable es el cambio en la composición sectorial de las empresas emisoras, ya que decrece el peso de las sociedades financieras no bancarias, mientras que aumentan las tecnológicas, de la salud e inmobiliarias, debido al fuerte incremento de sus emisiones entre ambos episodios.

Este aumento de las emisiones, a pesar de su efecto positivo para garantizar la liquidez y la supervivencia de las empresas, también conlleva una serie de riesgos. El incremento de los niveles de endeudamiento podría afectar al proceso de recuperación de la pandemia si no pueden pagar su deuda o no sobreviven a la crisis¹⁸. Por otro lado, el esfuerzo de los bancos centrales por inyectar liquidez mediante medidas no convencionales como los programas de compra se reducirá progresivamente en algún momento, lo que requiere estar vigilante con respecto a sus efectos en el mercado de deuda privada.

28.9.2021.

18 Abraham, Cortina y Schmukler (2020).

BIBLIOGRAFÍA

- Abraham, F., J. J. Cortina y S. L. Schmukler (2020). *Growth of global corporate debt. Main facts and policy challenges*, Policy Research Working Paper n.º 9394, Banco Mundial.
- Álvarez, L., A. Fuertes, L. Molina y E. Muñoz de la Peña (2021). «Evolución de los mercados de capitales internacionales durante la crisis sanitaria», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2021, Banco de España.
- De Fiore, F., y H. Uhlig (2015). *Corporate debt structure and the Financial Crisis*, Working Paper Series, n.º 1759, Banco Central Europeo.
- Dealogic (2021). *DCM Highlights: First quarter 2021*.
- Fabiani, A., L. Falasconi y J. Heineken (2020). *Monetary policy and corporate debt maturity*, Job Market Paper, Universitat Pompeu Fabra.
- Hogan, T. L. (2019). *What caused the post-crisis decline in bank lending?*, Issue Brief, Rice University's Baker Institute for Public Policy.
- Khametshin, D. (2021). *High-Yield bond markets during the COVID-19 crisis: the role of monetary policy*, Documentos Ocasionales, n.º 2110, Banco de España.
- Kwan, S. H. (2010). *Financial crisis and bank lending*, Working Paper 2010-11, Banco de la Reserva Federal de San Francisco.