

## DETERMINANTES DEL COSTE DE EMISIÓN DE DEUDA DEL SECTOR BANCARIO EUROPEO EN EL CONTEXTO ACTUAL DE ENDURECIMIENTO MONETARIO

El acceso a los mercados financieros para la emisión de deuda resulta de gran importancia para el sector bancario, al constituir una parte relevante de la financiación en su pasivo (véase gráfico 2.8.1 en el cuerpo del capítulo 2). Además, los mercados permiten a los bancos emitir instrumentos para cumplir con las exigencias regulatorias, en el ámbito de solvencia, de resolución o de tenencias de activos líquidos. En este sentido, los mercados desempeñan un papel muy importante, ya que, al tener que evaluar a las entidades para decidir si adquieren o no la deuda emitida y las condiciones en que lo hacen, contribuyen a disciplinar su comportamiento.

En el capítulo 2 del IEF se muestra cómo, en el contexto del fuerte endurecimiento de los tipos de política monetaria, se está observando un aumento acusado de los costes de emisión de la deuda bancaria<sup>1</sup>. Este recuadro analiza los determinantes de los costes de financiación de las emisiones de deuda mayorista en el mercado primario para un conjunto de bancos españoles y del resto de Europa, explorando la importancia relativa de los factores vinculados a la entidad emisora, el tipo instrumento y, también, el coste de la deuda soberana, que suele actuar de referencia para las empresas de ese país.

La base de datos empleada cubre las emisiones realizadas por una muestra de 36 entidades bancarias del área del euro<sup>2</sup> en el mercado mayorista, en el período 2019-2022. Para cada emisión, se consideran el vencimiento del bono, la moneda de emisión (euro o divisa extranjera), el tipo de interés libre de riesgo a diez años (*Overnight Index Swap*, OIS) y el diferencial soberano (expresado como la diferencia entre el rendimiento del bono soberano a diez años y este tipo libre de riesgo).

Junto con las características de las emisiones y las referencias del tipo soberano, se incluyen también en el análisis los ratios financieros de las entidades bancarias emisoras. En particular, se consideran los ratios de solvencia CET1, la rentabilidad sobre activo (ROA), el ratio regulatorio de financiación estable (NSFR), y el ratio de apalancamiento. Adicionalmente, se incluye el *rating* de la entidad bancaria emisora<sup>3</sup>. En las regresiones también se incluyen indicadores que miden el coste relativo de emitir un tipo de instrumento en función de su grado de subordinación<sup>4</sup>.

En primer lugar, se observa que una mayor prima de riesgo soberana y un mayor tipo de interés libre de riesgo se trasladan a los costes de emisión de la deuda bancaria. En este sentido, el incremento del OIS ha tenido un papel fundamental para explicar el incremento del coste de la deuda bancaria en 2022, siendo este componente de la subida homogéneo para los bancos de todos los países de la zona del euro. Por otro lado, el impacto de los diferenciales soberanos con respecto al OIS ha sido dispar entre países, contribuyendo a un menor coste relativo de las emisiones de deuda de bancos en Alemania, Francia y Países Bajos (véase gráfico 1).

En segundo lugar, los resultados indican también que los bancos con mayor rentabilidad y menor ratio de apalancamiento tienen un menor coste de financiación, señalando la importancia para los mercados de la fortaleza financiera de las entidades<sup>5</sup>. En el caso de los bancos españoles, una mejor ratio de apalancamiento y una mayor rentabilidad que la media de los bancos de la zona del euro aparecen asociadas a una moderación del coste de emisión de su deuda (véase gráfico 1).

1 En relación con esta cuestión, véase también, para el conjunto del área del euro, el siguiente discurso sobre el impacto de las subidas de los tipos de interés en las condiciones financieras: P. Lane, "The euro area hiking cycle: an interim assessment", *Dow Lecture*, National Institute of Economic and Social Research.

2 Se cubren entidades de Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal.

3 Se incluye en la regresión como una variable categórica que toma valores entre 0 y 19, donde 0 se corresponde con la mejor calificación crediticia (AAA) y 19 con la peor (DD).

4 Específicamente, se incluyen interacciones entre efectos fijos de instrumento (para *CoCos*, T2, *senior non-preferred*, y deuda sénior no garantizada; siendo la deuda garantizada la clase de instrumento usada como referencia para el resto y absorbida en la constante) y el año de la emisión. Por lo tanto, el coeficiente de estas variables mide el coste de financiación adicional de estos instrumentos en cada año, relativo al de la deuda garantizada. En caso de impago, la deuda garantizada ofrece a los tenedores de instrumentos unas mejores expectativas de recuperación y, así, la hipótesis es que esta categoría esté asociada, *ceteris paribus*, a un menor coste de emisión.

5 Otras ratios financieras a nivel de banco no presentan una relación estadísticamente significativa con el coste de emisión en el período de estudio 2019-2022, una vez se ha controlado por rentabilidad y apalancamiento. Es necesario tener en cuenta la limitación del período temporal considerado, y la posibilidad de que en otros períodos con condiciones macrofinancieras distintas la capacidad explicativa de las distintas ratios varíe. En cualquier caso, los resultados obtenidos son consistentes con la relevancia de la situación financiera de las entidades bancarias para su coste de emisión de deuda en un conjunto amplio de escenarios macrofinancieros.

**DETERMINANTES DEL COSTE DE EMISIÓN DE DEUDA DEL SECTOR BANCARIO EUROPEO EN EL CONTEXTO ACTUAL DE ENDURECIMIENTO MONETARIO (cont.)**

Gráfico 1  
DESCOMPOSICIÓN DE LOS FACTORES QUE EXPLICAN POR PAÍSES LAS DIFERENCIAS EN EL COSTE DE EMISIÓN (a)

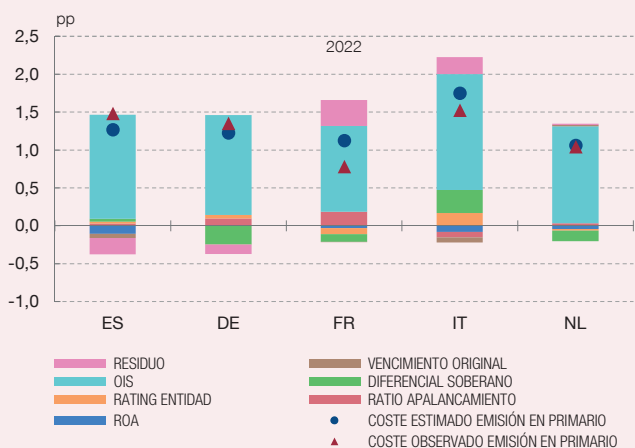


Gráfico 2  
DESCOMPOSICIÓN DEL COSTE DE EMISIÓN SEGÚN LAS CARACTERÍSTICAS DE BANCO (b)

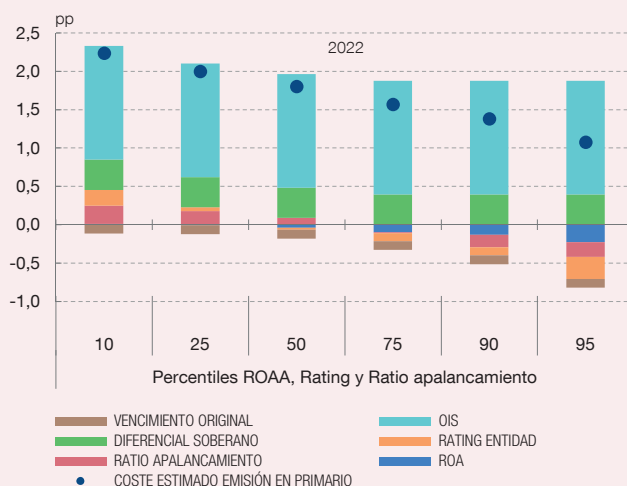


Gráfico 3  
DIFERENCIALES PARA EL COSTE DE EMISIÓN RESPECTO A LA DEUDA GARANTIZADA (c)

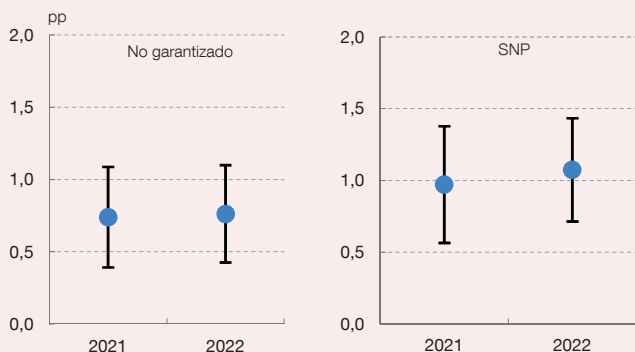
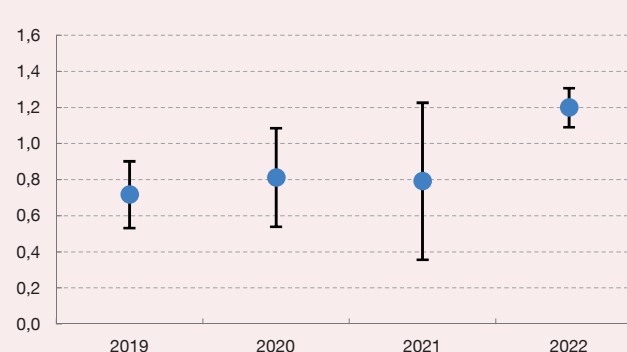


Gráfico 4  
RELACIÓN ENTRE COSTES DEL MERCADO PRIMARIO Y SECUNDARIO PARA BANCOS ESPAÑOLES (d)



FUENTES: Capital IQ, Dealogic, Refinitiv y elaboración propia.

- a Se muestra el coste de emisión de la deuda garantizada relativo a la media del período 2019-2022 para todas las entidades. El análisis de regresión identifica la capacidad para explicar el coste de emisión de factores agregados (como el OIS o diferencial soberano), características del instrumento de emisión o de las entidades emisoras. La capacidad explicativa se resume mediante el valor de cada uno de los coeficientes evaluados en su valor medio para 2022. El efecto del OIS varía entre países porque se evalúa el tipo a diez años en el momento de la emisión.
- b Se presenta el coste de emisión estimado y su descomposición en factores para bancos que se encuentran en distintos rangos de percentil de las distribuciones de ROA, ratio de apalancamiento y *rating* de la entidad. Por ejemplo, para el percentil 10 se considera a bancos que se situarían en ese percentil para cada una de estas tres variables que describen su situación financiera. Se muestra el coste de emisión de la deuda garantizada relativo a la media considerando diferentes percentiles de las variables que tienen un impacto significativo en el coste de emisión. Para las variables que muestran las condiciones financieras (OIS y diferencial de riesgo) y características específicas de la emisión (vencimiento de la emisión), se considera el valor medio en 2022, de forma que se evalúa el mismo contexto para diferentes tipos de entidades. El impacto o peso de cada una de las variables se calcula como el valor del coeficiente de cada variable multiplicado por el valor de cada percentil.
- c Se muestran los coeficientes obtenidos en la regresión para las interacciones entre tipo de instrumento y año, comparados con el instrumento utilizado como base (deuda garantizada). Las líneas verticales muestran un intervalo de confianza al 95 %.
- d Se muestra la sensibilidad del coste de la deuda emitida por entidades bancarias a los cambios en la cotización en el mercado secundario, excluyendo CoCos. Para ello, se compara el tipo en emisión para bonos de bancos españoles con la rentabilidad de un instrumento de deuda similar el mismo día en que se realiza la emisión. El tipo medio de las rentabilidades en el mercado secundario se basa en una cesta de bonos de las entidades bancarias cotizadas, ponderado por saldo vivo. Se utiliza un modelo de regresión lineal que toma como variable dependiente la cotización en primario y como variables explicativas el vencimiento (en años) de la emisión e interacciones de la rentabilidad en mercado secundario con indicadores para cada trimestre. Las líneas verticales muestran un intervalo de confianza al 95 %.

**DETERMINANTES DEL COSTE DE EMISIÓN DE DEUDA DEL SECTOR BANCARIO EUROPEO EN EL CONTEXTO ACTUAL DE ENDURECIMIENTO MONETARIO (cont.)**

Estas ratios financieras presentan una heterogeneidad relevante entre bancos, cuyo efecto sobre el coste de la deuda no se puede medir adecuadamente cuando se agrupan las entidades a nivel de país. Así, se explora también el coste de la deuda para bancos con distintos niveles de ratios de rentabilidad y apalancamiento, manteniendo constantes el resto de los factores. Resulta notable que, a pesar del incremento medio observado en 2022 en el tipo de interés libre de riesgo, aquellos bancos con unas mejores condiciones de solvencia y rentabilidad (percentiles 90, 95) verían incrementado su coste financiero en 0,7 pp menos que aquellos bancos con valores de estas ratios en percentiles centrales de la distribución (véase gráfico 2).

En tercer lugar, los instrumentos con mayor probabilidad de absorber pérdidas en procesos de resolución o insolvencia de las entidades tienen un coste de emisión asociado mayor. En efecto, los resultados confirman que existe una prima de riesgo<sup>6</sup> respecto a la deuda garantizada, tanto en el caso de la deuda no garantizada como en instrumentos que se emiten para cumplir con normativa de subordinación de resolución, los llamados «bonos *senior non-preferred*». Estas primas son crecientes a medida que aumenta el grado de subordinación. Sin embargo, las primas se han mantenido sin cambios significativos entre 2022 y 2021, lo que confirma que gran parte del incremento en los tipos de interés de la deuda bancaria se relaciona con el endurecimiento de las condiciones financieras sin trasladarse de forma significativa en unas mayores primas de riesgo con los datos hasta finales del año pasado (véase gráfico 3).

Finalmente, se examina la relación entre el coste de emisión de nuevos instrumentos y la cotización de bonos bancarios en el mercado secundario, solo para los bancos españoles. El análisis se basa en una regresión donde se emplea como variable dependiente el coste de emisión, y como variables explicativas su vencimiento (en años) y la rentabilidad en el mercado secundario en el momento de la emisión, interaccionada con efectos fijos de trimestre. Este enfoque permite apreciar si la relación entre el coste del mercado primario y el secundario ha fluctuado en el tiempo. La rentabilidad en el mercado secundario se mide con un instrumento de deuda similar el mismo día en que

se realiza la emisión, empleando una cesta de bonos de las entidades bancarias cotizadas, ponderados por su saldo vivo. Los resultados muestran que la rentabilidad requerida por los inversores en el mercado secundario y los costes de emisión en el mercado primario de las entidades bancarias tienen una relación muy cercana a 1. Por lo tanto, la cotización observada en el mercado secundario puede utilizarse, en general, para aproximar la dirección y, en buena medida, la magnitud de la evolución del coste que tendría para las entidades bancarias emitir nueva deuda. Es notable el cambio observado en 2022, cuando el coeficiente ha pasado a ser estadísticamente mayor que uno, lo que indica que el coste de las nuevas emisiones ha sido mayor que el cotizado en el mercado secundario. Esto se produce en un contexto de mayores necesidades de financiación en el mercado mayorista, y en expectativas de subidas de tipos que incentivan a las entidades a adelantar emisiones, a la espera de tipos más elevados en el futuro (véase gráfico 4).

Este análisis permite concluir que el incremento en el coste de las emisiones de deuda bancaria en 2022 se ha debido en gran medida al endurecimiento de la política monetaria y en menor grado al tensionamiento de los diferenciales soberanos, si bien bancos con alta rentabilidad o mejores condiciones de solvencia están logrando emitir a un coste menor. Es notable adicionalmente que en 2022 los costes de emisión se hayan incrementado más de lo sugerido por la evolución de los precios en el mercado secundario, lo que es un indicio de que las elevadas emisiones de los bancos y el contexto de política monetaria restrictiva han reducido la flexibilidad de las entidades en la ejecución de sus planes de emisión.

El incremento del coste de emisión de deuda bancaria en Europa se produjo de forma ordenada en 2022, y su cuantía estuvo alejada de los escenarios más pesimistas que se planteaban ante el aumento de la incertidumbre el año pasado. Sin embargo, será necesario seguir monitorizando este mercado de manera estrecha. Por una parte, el incremento esperado de los tipos de política monetaria continuará trasladándose de manera previsible al coste de emisión. Adicionalmente, el coste de emisión podría verse presionado al alza por repuntes generalizados

6 Para el análisis de las primas por instrumento, se incluye una variable categórica que toma valores entre 0 y 4, dependiendo del tipo de instrumento, ordenados según su prelación como mecanismos de absorción de pérdidas.

**DETERMINANTES DEL COSTE DE EMISIÓN DE DEUDA DEL SECTOR BANCARIO EUROPEO EN EL CONTEXTO ACTUAL DE ENDURECIMIENTO MONETARIO (cont.)**

de primas de riesgo, asociados, por ejemplo, a la reducción en el apetito de los inversores por instrumentos con alto grado de subordinación. A este respecto, cabe destacar el fuerte incremento en los rendimientos de los *CoCos* en los mercados secundarios, a raíz de la amortización forzada

de estos instrumentos tras la adquisición de Credit Suisse por parte de UBS, que se revirtió tras el comunicado conjunto de la JUR, la ABE y el BCE, subrayando su mayor *seniority* relativa a instrumentos de capital (véase también el recuadro 1).