

Los efectos del programa de compra de bonos corporativos del Eurosistema sobre las empresas españolas

Óscar Arce, Ricardo Gimeno y Sergio Mayordomo



18 de enero de 2018

En marzo de 2016, el BCE anunció la extensión del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) a los bonos de alta calificación crediticia emitidos por sociedades no financieras del área del euro. Tras el anuncio de este nuevo programa (CSPP, por sus siglas en inglés), se produjo una caída significativa en los tipos de interés de aquellos bonos emitidos por compañías españolas elegibles para su compra por parte del Eurosistema, que, además, se hizo extensiva a otros valores con peor calificación crediticia, a través del proceso habitual de recomposición de las carteras de inversión. Al mismo tiempo, se constató un aumento significativo de las nuevas emisiones de bonos y obligaciones. Los fondos obtenidos de esta manera llevaron a las sociedades emisoras españolas de bonos, que normalmente son grandes compañías, a reducir su demanda de crédito bancario. Por su parte, las instituciones de crédito residentes respondieron desplazando su oferta de crédito hacia otras empresas que no tienen la misma facilidad para la emisión de bonos y que normalmente son de menor tamaño. El análisis presentado en este artículo revela que, por cada euro de reducción del saldo vivo del crédito de las grandes compañías con las entidades de crédito españolas en los tres meses posteriores al anuncio del programa, unos 78 céntimos de euro fueron redirigidos a otras empresas no emisoras, incluyendo pymes. Estas empresas, a su vez, incrementaron de manera significativa su nivel de inversión real.

LOS EFECTOS DEL PROGRAMA DE COMPRA DE BONOS CORPORATIVOS DEL EUROSISTEMA SOBRE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

Este artículo ha sido elaborado por Óscar Arce, Ricardo Gimeno y Sergio Mayordomo, de la Dirección General Adjunta de Economía e Investigación.

Introducción

En la reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo del 10 de marzo de 2016 se anunció la extensión del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), para incluir dentro de él un programa específico (CSPP, por sus siglas en inglés) por el que el Eurosistema adquiriría títulos emitidos por sociedades no financieras. El objetivo del CSPP es mejorar la transmisión de la política monetaria a las condiciones de financiación de la economía real, facilitando la concesión de crédito a la economía de la zona del euro y las condiciones de los préstamos para los hogares y las empresas, y contribuir a devolver la inflación a cotas acordes con el mandato de estabilidad de precios del BCE de medio plazo, coherente con tasas de avance de los precios inferiores —pero próximas— al 2 %¹. Como en el resto de los componentes del APP, las adquisiciones continuarán al menos hasta finales de septiembre de 2018.

Las condiciones que tiene que cumplir un bono para que pueda ser comprado a través del CSPP es que sea elegible como colateral en las operaciones principales de financiación del Eurosistema, que esté denominado en euros y que presente una calificación de riesgo de nivel de inversión. En el momento de la compra, el vencimiento del bono debe producirse en una horquilla temporal que va desde seis meses hasta 31 años y su rendimiento debe superar al tipo de la facilidad de depósito. En conjunto, las compras dentro del CSPP no pueden superar el 70 % del valor emitido de cada bono. Finalmente, la entidad emisora no puede ser una institución de crédito (o filial de ella) ni una entidad de gestión de activos.

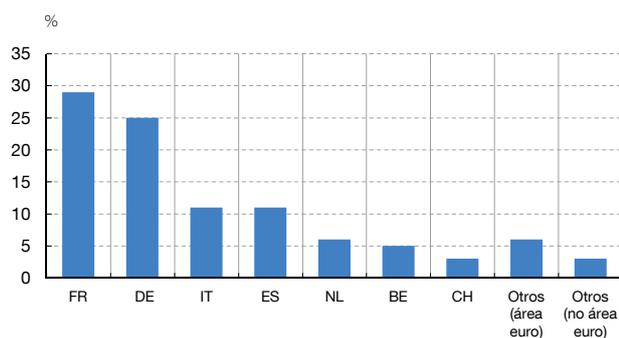
Las compras dentro del CSPP en el conjunto de la UEM han supuesto, en media, unos 7.000 millones de euros por mes, lo que representa en torno al 10 % de las adquisiciones del APP desde junio de 2016, fecha en la que comenzaron las compras, para alcanzar un total de 132.000 millones de euros al cierre de 2017, con un reparto relativamente homogéneo por sectores de actividad económica. La asignación de las compras entre países y sectores es similar al universo de bonos elegibles en cada uno de ellos. Los bonos de empresas españolas representaban el 11 % de todas las compras del CSPP (véase gráfico 1). A su vez, del total de 1.071 emisiones parcialmente adquiridas bajo el CSPP, 100 de ellas han sido emitidas por 17 empresas españolas².

Dado el objetivo establecido para el programa CSPP de facilitar la concesión del crédito y las condiciones de financiación del sector privado, cabría suponer que las compras de bonos corporativos, al dirigirse en exclusiva a valores emitidos por sociedades no financieras con una alta calificación crediticia, podrían tener un efecto limitado sobre el conjunto de la economía del área euro, pues este tipo de empresas normalmente suele gozar de condiciones de financiación comparativamente más favorables que el resto de compañías. Sin embargo, en la práctica, las compras de bonos corporativos del Eurosistema están teniendo efectos que se extienden mucho más allá de los emisores de los bonos

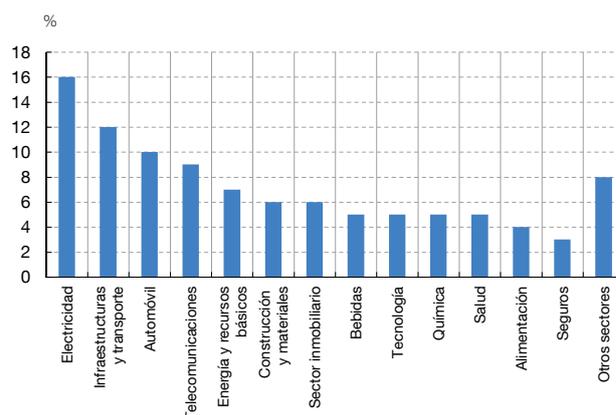
1 Véase la Decisión (UE) 2016/948 del Banco Central Europeo, de 1 de junio de 2016, sobre la ejecución del programa de compra de bonos corporativos (BCE/2016/16). <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:32016D0016>.

2 Véase: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html#cspp>.

1 DISTRIBUCIÓN DE LAS COMPRAS POR PAÍS



2 DISTRIBUCIÓN DE LAS COMPRAS POR SECTOR



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Al cierre del tercer trimestre de 2017.

adquiridos por la autoridad monetaria. En un documento de trabajo del Banco de España de reciente publicación, cuyos principales resultados se resumen en este artículo, Arce, Gimeno y Mayordomo (2017)³ muestran que, en el caso de las empresas españolas, el CSPP ha reducido los tipos de interés exigidos por el mercado al resto de emisores y ha incentivado las nuevas emisiones de bonos y obligaciones. El programa también habría sido efectivo a la hora de redirigir el flujo del crédito bancario hacia compañías que no están presentes en los mercados de renta fija, facilitando de este modo un mayor flujo de inversiones real por parte de estas últimas, en línea con los objetivos marcados por el programa.

Los efectos del CSPP en los mercados de renta fija española

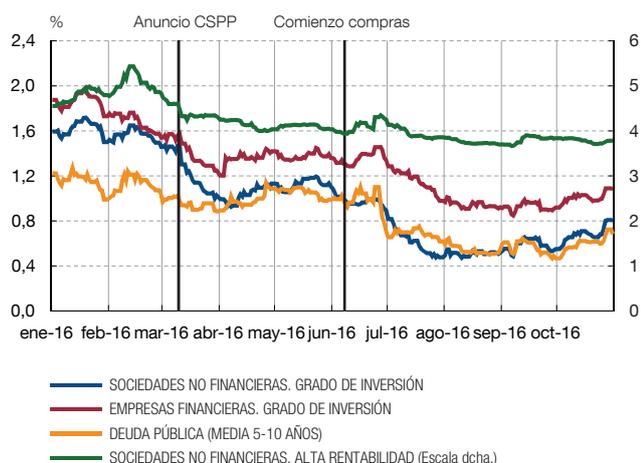
Desde el anuncio de la puesta en marcha del CSPP (el 10 de marzo de 2016) hasta mediados de abril del mismo año, la rentabilidad de los bonos elegibles emitidos por sociedades no financieras españolas descendió 44 puntos básicos (pb), lo que supone un descenso notable, ya que representa un 30 % del nivel medio de los rendimientos de estos activos durante dicho período (véase gráfico 2.1). Esta reducción implica que, en promedio, los intereses de estos instrumentos pasaron de situarse en cotas similares a los de las instituciones financieras con parecido nivel de riesgo a presentar niveles próximos a los de la deuda pública. El impacto sobre la rentabilidad de los bonos emitidos por las empresas españolas en este período habría sido algo mayor que el observado para las empresas alemanas y francesas, y similar al de las italianas. Concretamente, las rentabilidades correspondientes a las empresas alemanas, francesas e italianas con calificación crediticia de grado de inversión cayeron 28 pb, 37 pb y 42 pb, respectivamente, frente al descenso de 44 pb de las españolas.

Esta caída de la rentabilidad en torno a la fecha del anuncio del nuevo programa del BCE fue superior a la que produjo unos meses después (en junio de 2016), cuando comenzaron a ejecutarse las primeras compras del programa, lo que apuntaría a que el mercado ya había incorporado el efecto del CSPP a la valoración de los bonos tras su anuncio.

Además, como muestra el gráfico 2, los descensos de rentabilidad no se limitaron a los bonos elegibles bajo el CSPP, sino que sus efectos se extendieron a la valoración de

³ Arce *et al.* (2017).

1 RENTABILIDAD MEDIA DE LAS EMISIONES DE RENTA FIJA A LARGO PLAZO



2 CRÉDITO BANCARIO A LAS EMPRESAS EMISORAS DE DEUDA (a)



FUENTE: Arce *et al.* (2017).

a Crédito sobre total de activos.

b Media ponderada por total de activos de cada entidad de crédito.

otros activos de renta fija y, en especial, a los títulos con calificación crediticia por debajo del grado de inversión (de «alto rendimiento»), que también experimentaron notables caídas en sus rendimientos (46 pb en torno al anuncio, un 10 % de su valor medio en esas fechas). Este efecto positivo fue posiblemente debido a que los inversores respondieron a la menor rentabilidad de los bonos con grado de inversión buscando alternativas más rentables entre los activos con calificación crediticia por debajo de la de grado de inversión.

Por su parte, las favorables condiciones del mercado de renta fija incentivaron a las empresas a llevar a cabo nuevas emisiones de bonos. En concreto, 33 empresas realizaron nuevas operaciones de emisión en el semestre que siguió al anuncio del CSPP, de las que 11 acudían al mercado por primera vez (en general, se trataba de grupos de tamaño más reducido de lo habitual). Este número de nuevos emisores duplica el registrado en el semestre anterior al anuncio del programa. Las estimaciones disponibles indican que, entre las sociedades que podían emitir bonos elegibles para ser adquiridos en el CSPP, se produjo un aumento de la probabilidad de realizar nuevas emisiones en el trimestre posterior al anuncio del 31%. La propensión a emitir bonos aumentó también en el caso del resto de emisores, con peor calificación crediticia, en un 6% durante el mismo período.

Las empresas que aumentaron su volumen de emisiones de instrumentos de renta fija, a raíz del anuncio del CSPP, utilizaron los fondos obtenidos a través de dichas emisiones, al menos en parte, para reducir su volumen de créditos bancarios (véase gráfico 2.2). En concreto, por cada punto porcentual que aumentó su saldo de bonos emitidos entre febrero y junio de 2016, las empresas emisoras redujeron su crédito bancario en un 0,44 %. Por tanto, las sociedades no financieras con acceso a los mercados de renta fija aprovecharon el anuncio del CSPP, principalmente, para modificar su estructura de pasivos, sustituyendo crédito bancario por valores de renta fija, aprovechando así el abaratamiento de la financiación obtenida directamente a través del mercado con respecto a la procedente del canal bancario.

Los efectos del CSPP en el crédito bancario agregado

Para evaluar el impacto del CSPP sobre el crédito bancario a escala agregada es preciso analizar conjuntamente la sustitución de la deuda bancaria por la renta fija entre las empresas emisoras y la reacción de las entidades de crédito que se han visto más afectadas por la caída de la demanda de crédito por parte de estas empresas. Los resultados de este tipo de análisis apuntan a que las entidades financieras para las que se produjo un descenso más acusado del crédito previamente dirigido a empresas emisoras incrementaron en mayor medida los préstamos a otras grandes compañías no emisoras, pero también, aunque en menor proporción, los fondos concedidos a empresas medianas y pequeñas⁴. Así, la oferta de crédito total al conjunto de empresas no emisoras aumentó en 3.450 millones de euros en los tres meses posteriores al anuncio del programa. Este importe representa un 78 % del total del descenso del crédito que sufrieron los bancos debido a la sustitución de préstamos por deuda por parte de los grupos emisores.

Desglosando la cifra anterior por el tamaño de la empresa receptora del crédito, en promedio, por cada euro que descendió el crédito destinado a una empresa que había emitido bonos tras el anuncio del CSPP, 48 céntimos fueron redirigidos hacia créditos concedidos a empresas grandes, 15 céntimos a compañías de tamaño medio y otros 15 a pequeñas y microempresas. Expresado en términos del saldo de crédito concedido a estas sociedades en su conjunto con anterioridad al anuncio del CSPP, los nuevos fondos crediticios redirigidos a los tres grupos anteriores de empresas representan un aumento del 3,3 %, 1,8 % y 0,8 %, respectivamente.

Un posible motivo por el que las entidades financieras redirigieron su oferta de crédito de manera desigual entre empresas de distinto tamaño es la relación inversa existente entre el tamaño empresarial y el riesgo de los créditos concedidos. Así, los bancos que se vieron más afectados por la reducción de la demanda de crédito por parte de las grandes compañías emisoras habrían redirigido su flujo de crédito con carácter prioritario hacia empresas con un perfil de riesgo similar al de aquellas a las que se lo habían dado con anterioridad, esto es, con un nivel promedio de riesgo relativamente bajo. Esta reasignación del crédito hacia empresas más seguras habría contribuido a preservar en buena medida el perfil de riesgo de la cartera crediticia de las entidades anterior al lanzamiento del CSPP. Este factor explicaría que los bancos que experimentaron amortizaciones de créditos por parte de empresas emisoras aumentaron en mayor proporción su crédito a grandes empresas con mucha más frecuencia que a sociedades de menor tamaño, al mostrar las primeras, en general, un menor nivel de riesgo.

El efecto amplificador de los TLTRO sobre la reasignación del crédito

En el mismo Consejo de Gobierno del BCE en el que se aprobó la puesta en marcha del CSPP, se decidió la extensión de los programas de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés). Bajo la segunda serie de operaciones de este tipo, conocidas como «TLTRO-II», los bancos pueden solicitar fondos al Eurosistema en condiciones muy favorables, tanto de plazo como de tipos de interés. En concreto, para favorecer un mayor dinamismo en el flujo de nuevo crédito, el esquema de los TLTRO-II establece que el tipo de interés que deben pagar los bancos que se acogen a esta modalidad de financiación es una función decreciente del volumen de nuevo crédito concedido en el ámbito de cada entidad. Así, el tipo de interés que se aplica a estos préstamos pasará del 0 % de las operaciones principales de financiación al -0,4 % de la facilidad de depósito, si la entidad solicitante sobrepasa un objetivo de crédito en un 2,5 % para el 31 de enero de 2018.

⁴ En este análisis se utilizan datos individuales, tanto de empresas como de bancos, procedentes de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE), y de la Central de Balances, lo que permite contar con información de más de 300.000 empresas, y de 500.000 relaciones banco-empresa.

Este modelo de fijación de los intereses dentro del nuevo esquema de los TLTRO hace que una entidad bancaria que ya había acudido a este programa antes del anuncio del CSPP, y que recibe amortizaciones anticipadas por parte de compañías emisoras de bonos como consecuencia de la puesta en marcha de este último programa, tenga un fuerte incentivo a conceder nuevos préstamos y evitar así alejarse de los objetivos de los TLTRO, y poder beneficiarse de un menor coste de los fondos obtenidos del Eurosistema a través de esta facilidad. Las estimaciones llevadas a cabo en el hipotético caso de que dos bancos hubieran recibido las mismas amortizaciones anticipadas, pero solo uno de ellos hubiera acudido a los TLTRO, sugieren que aquella entidad que ya había dispuesto de fondos procedentes de los programas TLTRO con anterioridad al anuncio del CSPP aumentaría, en promedio, su crédito a otras empresas en un 16 %, mientras que la otra entidad solo lo incrementaría en un 8 %.

El resultado anterior implica que el proceso de reasignación de crédito desde empresas emisoras de bonos hacia compañías sin acceso a los mercados de renta fija, que propició el CSPP, se habría visto reforzado por la activación simultánea de ese programa y de los TLTRO-II, lo que constituye una de las primeras piezas de evidencia acerca de las sinergias entre diferentes medidas no convencionales de política monetaria.

Los efectos del CSPP sobre la inversión

Finalmente, resulta de interés analizar el destino de los fondos liberados con el anuncio del CSPP. Para ello, se utiliza la información disponible de las empresas de la Central de Balances para identificar el efecto sobre la inversión, las tenencias de liquidez y la distribución de dividendos que llevaron a cabo estas empresas en el trimestre siguiente al anuncio del CSPP. En el caso de las sociedades no financieras con acceso a los mercados de renta fija, estas habrían aprovechado el anuncio del CSPP para, sobre todo, modificar su estructura de pasivos, sustituyendo crédito bancario por valores de renta fija. Los fondos obtenidos por la emisión de nuevos bonos por parte de este grupo de empresas no se habrían destinado de modo prioritario a aumentar su nivel de inversión, ni tampoco sus tenencias de liquidez o el reparto de dividendos.

En el caso de las empresas beneficiadas indirectamente con nuevos créditos, los resultados de este análisis muestran que estas compañías tampoco aumentaron de forma significativa ni sus tenencias de liquidez ni el volumen de dividendos repartidos. No obstante, a diferencia de las empresas emisoras, sí se aprecia un aumento significativo de la inversión real, hasta el punto de que el 20 % de la nueva inversión en el trimestre posterior al anuncio del CSPP puede atribuirse a este programa.

18.1.2018.

BIBLIOGRAFÍA

- ARCE, Ó., R. GIMENO y S. MAYORDOMO (2017). *Making room for the needy: The credit-reallocation effects of the ECB's corporate QE*, Documentos de Trabajo, n.º 1743, Banco de España.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2016). Decision (EU) 2016/948 of the European Central Bank, 1 June 2016, on the implementation of the Corporate Sector Purchase Programme (ECB/2016/16).
- (2017). «The targeted longer-term refinancing operations: an overview of the take-up and their impact on bank intermediation», Box 5, *Economic Bulletin*, No. 3/2017.