

EL MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA CORPORATIVA DURANTE LA CRISIS DEL COVID-19

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 7 de septiembre

La crisis del Covid-19 ha provocado efectos sustanciales en el contexto macrofinanciero, tanto a nivel global como en la economía española, que han impactado de forma muy significativa en las condiciones de oferta y de demanda de los mercados de financiación, especialmente de aquellos a los que acuden las empresas no financieras. Así, la demanda de fondos en estos mercados se ha elevado debido al aumento de los déficits de liquidez que se ha generado como consecuencia de la brusca caída de los ingresos de las compañías. Por el lado de la oferta de financiación, se ha producido un aumento de los riesgos percibidos, lo que tiende a traducirse en un endurecimiento de las condiciones de acceso a estos mercados, si bien este efecto podría verse mitigado por las distintas medidas encaminadas a estimular la oferta de financiación que han implementado las autoridades económicas, entre las que se incluyen los programas de avales públicos de los préstamos y las compras de activos, y el suministro extraordinario de financiación por parte de los bancos centrales¹.

En este recuadro se analiza la evolución del mercado español de deuda corporativa durante la crisis del Covid-19 con el fin de identificar hasta qué punto las compañías españolas están cubriendo sus necesidades de financiación en estos mercados y las condiciones con las que han captado estos recursos². En este sentido, conviene aclarar que, con carácter general, las empresas pueden cubrir sus necesidades de financiación a través del recurso a los préstamos bancarios, o bien mediante la emisión de valores de renta fija en los mercados de capitales. Esta última vía, que es utilizada fundamentalmente por las compañías de mayor dimensión, ha ido ganando importancia relativa en España y en otros países durante los últimos años³.

El gráfico 1 muestra que, entre finales de febrero y los últimos días de marzo, se produjo un fuerte repunte de

los costes de financiación de las empresas no financieras españolas en los mercados de capitales, fenómeno que se observó de forma generalizada en los mercados financieros internacionales. Esta evolución fue reflejo de la menor predisposición de los inversores a invertir en este tipo de activos en un contexto de preocupación creciente por los riesgos de impago. Como suele ocurrir en estos episodios, el endurecimiento de las condiciones de financiación fue más acusado en el segmento de los bonos de alto rendimiento, que incluye las emisiones de las empresas con peor calidad crediticia, que en el de grado de inversión, con una mejor calidad crediticia. Durante los meses siguientes, las condiciones de acceso a la financiación en estos mercados fueron mejorando paulatinamente, tanto en España como en los mercados internacionales, evolución que se vio favorecida por la rápida actuación de las autoridades económicas. A pesar de esta evolución, a mediados de agosto los costes de financiación se situaban todavía por encima de los niveles anteriores al estallido de la crisis del Covid-19, en torno a 25 puntos básicos (pb) más elevados en el caso de los bonos con calificación de grado de inversión y a 300 pb en los de la categoría de alto rendimiento.

En el gráfico 2 se muestra la distribución de los saldos vivos⁴ de las emisiones de renta fija de las sociedades no financieras (SNF) españolas por categoría de calificación crediticia antes y después del estallido de la pandemia (28 de febrero y 31 de julio, respectivamente)⁵. En el gráfico se observa un desplazamiento moderado hacia peores calificaciones crediticias (en particular, el aumento de peso de la categoría BBB). Las rebajas en las calificaciones han afectado al 9,4 % del saldo vivo. De esta variación, 5,6 puntos porcentuales (pp) corresponden a revisiones a la baja dentro de la categoría de grado de inversión (BBB- o superior); 2,8 pp, a caídas dentro de la

1 Para más detalles de estas medidas, véase Banco de España (2020), *Informe Anual 2019*, capítulo 3, «El papel de las políticas económicas ante la pandemia en el plano internacional». Entre las medidas adoptadas se puede destacar, en el caso del área del euro, la introducción por el parte del Banco Central Europeo (BCE) de su nuevo Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia, con un tamaño inicial de hasta 750 mm de euros, ampliado posteriormente a 1.350 mm de euros.

2 Para un análisis de la financiación bancaria de las empresas durante la crisis del Covid-19, véase Banco de España (2020), *Informe Anual 2019*, recuadro 4.3, «Evolución de la financiación bancaria para actividades productivas en el contexto de la crisis del Covid-19».

3 Véase Banco de España (2017), *Informe Anual 2016*, capítulo 2, «La financiación de las sociedades no financieras españolas y sus decisiones de inversión».

4 Para realizar este gráfico se consideran los saldos vivos de emisiones de valores de renta fija de cada empresa en una fecha fija (31 de julio de 2020), con el fin de garantizar que la evolución en la distribución de la calidad crediticia de los emisores refleja cambios en sus calificaciones en lugar de las emisiones o amortizaciones que se hayan podido producir entre las dos fechas consideradas.

5 Los sectores más afectados por la crisis sanitaria son el transporte y almacenamiento, la hostelería, la restauración, el ocio y los vehículos de motor. A cada empresa se le asigna el sector del grupo financiero al que pertenece.

EL MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA CORPORATIVA DURANTE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)

categoría de alto rendimiento, y 1 pp ha supuesto un descenso desde grado de inversión hasta alto rendimiento. En los sectores más afectados por la epidemia, las rebajas se han concentrado en movimientos dentro de la categoría de alto rendimiento, mientras que en el resto de los sectores las caídas de calificación han afectado en mayor medida a valores que se situaban inicialmente en el grupo de grado de inversión.

Tras estos cambios, el grueso del saldo vivo se sigue manteniendo en la categoría de grado de inversión (80 %, 1 pp menos que antes de la pandemia), si bien el peso de las dos categorías más próximas al grupo de alto rendimiento (BBB y BBB-) se ha elevado 5 pp, hasta representar el 64 % del total a finales de julio. Este aumento se explica fundamentalmente por las rebajas de calificación de las empresas que operan en los sectores menos afectados por la pandemia, ya que, como se ha comentado, entre las empresas que operan en las ramas más afectadas las caídas de calificación se han concentrado en valores que antes del comienzo de la crisis sanitaria ya se situaban dentro de la categoría de alto rendimiento. Naturalmente, los valores de las

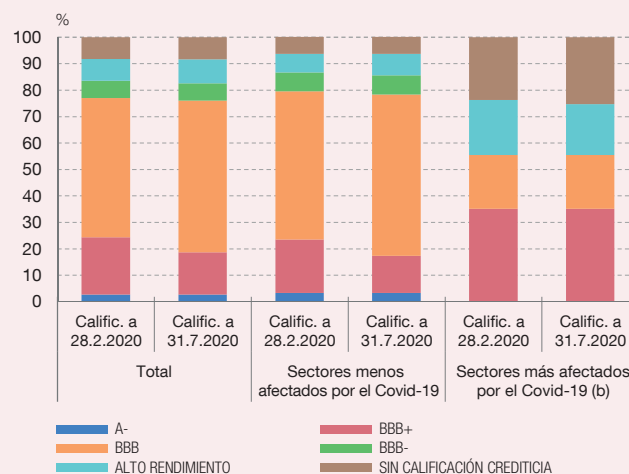
categorías BBB y BBB- son potencialmente los más expuestos a eventuales bajadas adicionales en su calificación que les lleven a caer en la categoría de alto rendimiento. Este movimiento suele traer consigo un deterioro potencialmente significativo de las condiciones de acceso a la financiación en estos mercados para sus emisores, debido, entre otros factores, a que muchos inversores (como algunos fondos de inversión o el propio Eurosistema en sus programas de compra de activos) no están autorizados a adquirir activos por debajo del grado de inversión.

El gráfico 3 muestra la evolución de los volúmenes emitidos por las empresas no financieras españolas en los mercados de renta fija desde enero de 2019. Se observa que, en marzo de 2020, en línea con el endurecimiento de las condiciones de financiación en estos mercados, hubo una caída intensa de las emisiones brutas. De este modo, en marzo la emisión neta (emisión bruta menos amortizaciones) fue negativa y alcanzó el importe más reducido desde febrero de 2014. Sin embargo, en línea con la mejoría en las condiciones de financiación que se ha producido en los

Gráfico 1
TIPOS DE INTERÉS DE BONOS Y OBLIGACIONES DE SNF (a)



Gráfico 2
DISTRIBUCIÓN DE LOS SALDOS VIVOS, A 31 DE JULIO DE 2020, DE EMISIONES DE VALORES DE RENTA FIJA DE SNF POR CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN CREDITICIA



FUENTES: Banco de España, Dealogic y Bloomberg Data License.

- a Para el cómputo de las rentabilidades de los bonos y las obligaciones se ha calculado una media diaria de las rentabilidades de estos títulos ponderada por los saldos vivos (distinguiendo entre grado de inversión y alto rendimiento) y se ha restringido el análisis a títulos con vencimiento a tres-diez años para usar un grupo de activos relativamente homogéneo. Acotar más el rango de vencimientos implicaría una lista muy reducida de bonos y obligaciones de alto rendimiento, lo que llevaría a una muestra con pocos precios y muy sensible a la inclusión de nuevos títulos emitidos o a la exclusión de aquellos que vencen. No obstante, el gráfico muestra una caída brusca en la rentabilidad de los bonos y las obligaciones de alto rendimiento a finales de 2019, ya que esta serie se obtiene con algo más de una treintena de títulos, debido al bajo peso de estas emisiones en el mercado español de deuda corporativa.
- b Se corresponde con los sectores de transporte y almacenamiento, hostelería, restauración y ocio, y vehículos de motor.

EL MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA CORPORATIVA DURANTE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)

últimos meses, a partir de abril hubo una recuperación importante de la actividad en los mercados primarios de renta fija, de modo que la emisión neta volvió a ser positiva, aunque los volúmenes emitidos se habrían reducido al final del período analizado. En términos acumulados, entre marzo y julio las emisiones brutas ascendieron a más de 39 mm de euros y han supuesto una captación neta de recursos de 4 mm de euros, cifras inferiores a los 43 y 11 mm de euros registrados en el mismo período del año anterior.

El desglose de las emisiones brutas por instrumento, recogido en el gráfico 4, también revela la evolución del mercado de deuda corporativa durante la pandemia. Así, en un primer momento, durante el mes de marzo, prácticamente todas las transacciones correspondieron a pagarés (casi 3 mm de euros), que generalmente presentan un menor riesgo de crédito para sus tenedores, dado que se trata de activos financieros a corto plazo. Posteriormente, la situación en el mercado se fue normalizando, gracias a la implementación de diversas actuaciones encaminadas a mejorar la financiación empresarial, y, a partir de abril, las SNF sustituyeron la financiación a corto plazo —mediante pagarés— por financiación a más largo plazo —a través de bonos y obligaciones—. Dicha evolución se produjo a pesar del apoyo que supuso el programa adicional de avales públicos para la emisión de pagarés⁶ y de la inclusión de los pagarés de SNF con calidad crediticia en la lista de activos elegibles por el programa de compra de bonos corporativos del BCE. El incremento del peso relativo de los valores a medio y a largo plazo durante los últimos meses, que se ha reflejado también en un ligero aumento en el plazo medio ponderado de las emisiones, es un desarrollo positivo, ya que estos valores llevan asociado un menor riesgo de refinanciación para las empresas emisoras en comparación con los pagarés, debido a que su devolución tiene lugar durante un período más prolongado. No obstante, entre marzo y julio de 2020 el importe emitido con bonos y obligaciones (alrededor de 16 mm de euros) fue algo inferior al observado durante el mismo período del año anterior (17 mm de euros).

El gráfico 5 muestra el desglose de las emisiones brutas distinguiendo si estas se han realizado por las empresas que operan en los sectores más o menos afectados por la crisis del Covid-19. Se observa, en primer lugar, que el recurso a los mercados de renta fija de las empresas más afectadas por la pandemia ya venía siendo comparativamente muy reducido antes de su estallido (apenas representaron el 14 % de las emisiones brutas entre enero de 2019 y febrero de 2020). Ello se debe a que las empresas más afectadas por esta perturbación presentan un tamaño medio comparativamente más reducido que el resto, lo que limita sus posibilidades de acceso a los mercados de capitales, incluso en tiempos normales. A raíz de la pandemia, el peso relativo de las emisiones realizadas por las empresas que operan en los sectores más afectados se ha reducido y ha pasado a representar menos del 8 % del total. En términos de volumen, las emisiones acumuladas de estas compañías entre marzo y julio de 2020 se redujeron un 63 % en comparación con el mismo período de 2019, frente a un aumento del 2,5 % en las emisiones realizadas por el resto de las empresas. El menor recurso de las empresas más afectadas por la pandemia a los mercados de renta fija durante los últimos meses, a pesar del aumento relativo más acusado de sus necesidades de financiación⁷, reflejaría, en parte, una cierta sustitución en las fuentes de financiación de las citadas empresas, en un contexto en el que las condiciones de acceso a estos mercados se han endurecido. En particular, estas compañías habrían podido encontrar unas condiciones más favorables en la financiación bancaria gracias al programa de avales públicos establecido por el Gobierno por un importe máximo de 140 mm de euros. En efecto, las empresas más pequeñas y las de los sectores más afectados son las que más han utilizado este programa⁸.

Por último, el gráfico 6 muestra el desglose de las emisiones según el tamaño de las empresas, aproximado por el saldo vivo de sus emisiones de deuda. Se observa que tras la pandemia se ha elevado más de 4 pp el peso relativo de las emisiones realizadas por las compañías de mayor dimensión (aproximadas como el 25 % de las

6 El Consejo de Ministros, en su reunión del 5 de mayo de 2020, aprobó una dotación de 4.000 millones de euros adicionales con cargo a la línea de avales del ICO para garantizar las emisiones de pagarés de empresas no financieras en el Mercado Alternativo de Renta Fija, con sede en España.

7 Véase R. Blanco, S. Mayordomo, A. Menéndez, y M. Mulino (2020), «Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19», Documentos Ocasionales, n.º 2020, Banco de España.

8 Para más detalles sobre los préstamos acogidos a los avales públicos, véase Banco de España (2020), *Informe Anual 2019*, recuadro 4.3, «Evolución de la financiación bancaria para actividades productivas en el contexto de la crisis del Covid-19».

EL MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA CORPORATIVA DURANTE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)

compañías con un mayor saldo vivo), en comparación con el mismo período del año anterior, y que estas compañías acumulan el 78 % de las emisiones realizadas. Este resultado, que también se ha observado en otros mercados internacionales⁹, podría obedecer a un mayor deterioro de las condiciones de acceso a estos mercados de las empresas de menor dimensión relativa por ser percibidas como más arriesgadas, al estar menos diversificadas debido a su menor tamaño o más

concentradas en los sectores más afectados por la pandemia. Adicionalmente, estas compañías tienden a proveer un menor grado de información financiera a posibles inversores. De hecho, una proporción mayor de las emisiones realizadas por estas no cuentan con calificación crediticia. Esto, en un contexto de elevada incertidumbre, habría podido desincentivar la adquisición de estos títulos por parte de los inversores. Por otro lado, el menor peso relativo de las emisiones realizadas por

Gráfico 3
EMISIONES Y AMORTIZACIONES DE VALORES DE RENTA FIJA DE SNF (a)

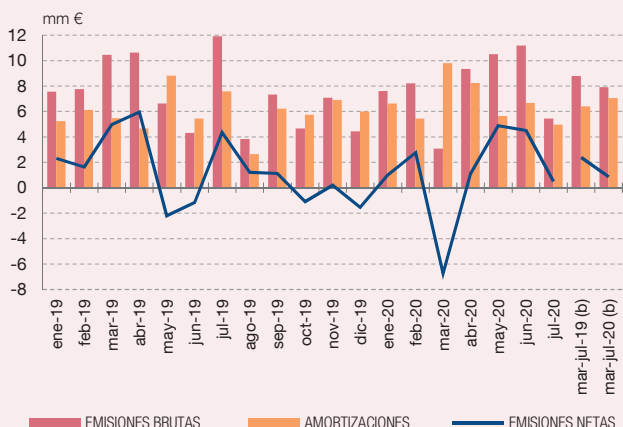


Gráfico 4
EMISIONES BRUTAS. DESGLOSE POR INSTRUMENTO (a)

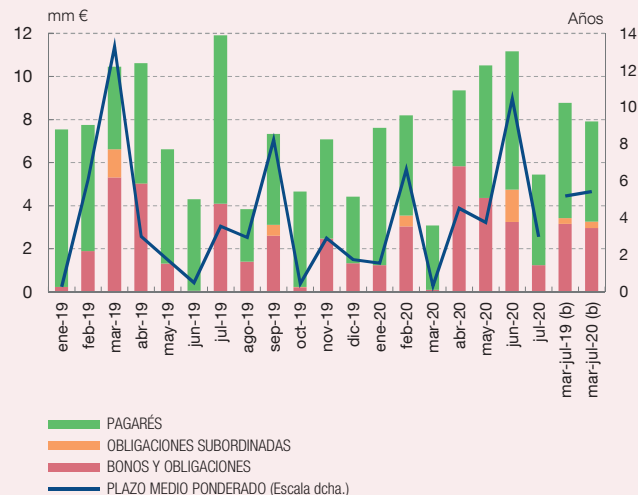


Gráfico 5
EMISIONES BRUTAS. DESGLOSE POR SECTOR (a)

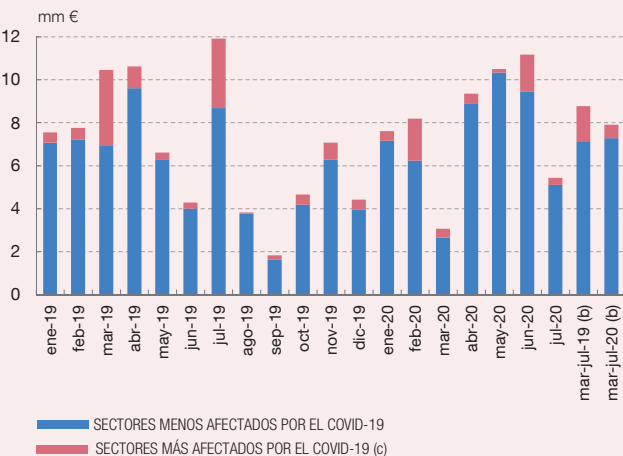
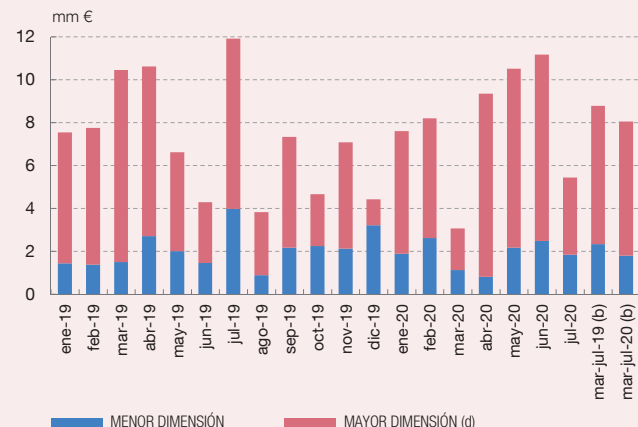


Gráfico 6
EMISIONES BRUTAS. DESGLOSE POR TAMAÑO DE EMPRESA (a)



FUENTES: Banco de España, Dealogic y Bloomberg Data License.

- a Incluye las emisiones en el exterior de filiales no residentes.
- b Medias mensuales del período.
- c Se corresponde con los sectores de transporte y almacenamiento, hostelería, restauración y ocio, y vehículos de motor.
- d Una empresa es de mayor dimensión si el saldo vivo del total de sus emisiones está por encima del percentil 75 de la distribución de esta variable.

9 Véase T. Goel y J. M. Serena (2020), «Bonds and syndicated loans during the Covid-19 crisis: decoupled again?», *BIS Bulletin* n.º 29.

EL MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA CORPORATIVA DURANTE LA CRISIS DEL COVID-19 (cont.)

empresas de menor tamaño también podría reflejar una sustitución en sus fuentes de financiación, debido a unas condiciones más favorables en el acceso al crédito bancario gracias al programa de avales públicos.

En resumen, la evidencia presentada en este recuadro muestra que, tras el fuerte endurecimiento inicial de las condiciones de acceso a los mercados de renta fija de las empresas no financieras españolas al inicio de la pandemia del Covid-19, los costes de financiación tendieron a reducirse paulatinamente, lo que favoreció un aumento de las emisiones. No obstante, la financiación captada por las compañías en estos mercados en los

meses transcurridos desde el estallido de la crisis sanitaria es algo inferior a los niveles anteriores a la pandemia, y la calificación crediticia del salvo vivo de estas emisiones se habría deteriorado ligeramente. Esta dinámica, junto con el fuerte repunte observado recientemente en el crédito bancario destinado a las empresas no financieras, apunta a que, aunque el recurso a los mercados de renta fija habría seguido contribuyendo a la cobertura de las necesidades de financiación de las empresas españolas, lo habría hecho en menor medida que en el pasado, especialmente en el caso de aquellas que operan en los sectores más afectados por la pandemia.