

EL PROGRAMA DE COMPRAS DE BONOS CORPORATIVOS DEL EUROSISTEMA Y SU EFECTO SOBRE LA FINANCIACIÓN AJENA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS

Este artículo ha sido elaborado por Sergio Mayordomo, de la Dirección General de Economía y Estadística.

El Programa de compras de bonos corporativos del Eurosistema (CSPP, por sus siglas en inglés) ha contribuido a la reducción de los costes de financiación con valores de renta fija de las sociedades no financieras españolas. Este efecto no solo se ha observado para los bonos admisibles en el programa, sino que se ha extendido a otros activos, tales como los valores emitidos por compañías no financieras con calificación crediticia por debajo del grado de inversión y, en menor medida, a los emitidos por las entidades financieras. La progresiva reducción de la rentabilidad de los activos de renta fija ha conducido a un aumento de la actividad en el mercado primario y a la aparición de nuevas empresas no financieras emisoras; en general, de menor tamaño que las ya presentes en estos mercados. Todos estos efectos están en línea con los que se observan en otros países de la UEM.

Introducción

El CSPP fue anunciado por el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) en su reunión del 10 de marzo de 2016, y las operaciones se iniciaron el 8 de junio de este mismo año. El CSPP supone la extensión del programa más general de adquisición de activos (APP, por sus siglas en inglés)¹ a los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras de la zona del euro y su objetivo es mejorar la transmisión de la política monetaria a las condiciones de financiación de la economía real. Como en el resto de los componentes del APP, las adquisiciones continuarán al menos hasta finales de marzo de 2017, o más allá de esta fecha si fuera necesario, y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido en la senda de inflación consistente con el objetivo de mantenerla en niveles inferiores, pero cercanos, al 2 % en el medio plazo.

El saldo vivo de la deuda corporativa adquirida por el Eurosistema mediante el CSPP era, a finales de octubre de 2016, de 38.144 millones de euros. Esta cifra, aunque solo supone un 2,7 % del total de las compras realizadas a través del APP, es significativa, dada la reducida magnitud relativa del mercado de renta fija privada no bancaria de la zona del euro. De hecho, como se muestra en este artículo, este programa ha contribuido a una reducción significativa del coste de la financiación obtenida mediante la emisión de bonos de las sociedades no financieras españolas y de sus homólogas en el resto de la UEM y a un aumento de los fondos captados por estas compañías en este mercado.

Este artículo se centra en analizar los efectos del CSPP sobre el coste y la estructura de financiación de empresas no financieras españolas. El artículo se organiza del siguiente modo: tras esta introducción, en el segundo epígrafe se resumen las principales características del programa; en el tercero, se analizan los efectos sobre el coste de la financiación de las sociedades no financieras, y, en el cuarto, se discute el impacto sobre la cantidad de bonos emitida.

El CSPP

El 10 de marzo de 2016 el Consejo de Gobierno del BCE añadió el CSPP al conjunto de los programas que componían el APP con el fin de reforzar la transmisión de la política

¹ Además del CSPP, el APP consta de otros tres programas iniciados con anterioridad. Los dos primeros fueron introducidos en 2014: el Programa de compras de bonos garantizados (CBPP3, en su tercera edición) y el de titulizaciones (ABSPP). El tercero, el Programa de compras de valores del sector público (PSPP), se inició en marzo de 2015.

monetaria a las condiciones de financiación de la economía real. Los principales parámetros técnicos del programa se publicaron el 21 de abril de 2016.

Los bonos admisibles son los activos negociables que se aceptan como garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema de acuerdo con la Orientación BCE/2014/60². Dichos bonos deben ser emitidos en euros y tener una calificación crediticia de grado de inversión (BBB- o superior) de acuerdo con las agencias de calificación reconocidas³. El vencimiento de estos títulos debe ser superior a seis meses, e inferior a treinta y un años en la fecha de la compra⁴. No obstante, el Eurosistema no está obligado a vender los valores de su cartera si estos dejan de cumplir estos criterios; por ejemplo, si su calificación crediticia pasa a situarse por debajo del grado de inversión.

El emisor debe estar establecido en el área del euro. Sin embargo, son también admisibles los valores de empresas que cumplan este criterio, pero cuya matriz se encuentre fuera de la eurozona, siempre y cuando cumplan el resto de los requisitos. Además, para que el bono sea admisible, la sociedad emisora o su matriz no pueden ser una institución de crédito sujeta a la supervisión bancaria tanto dentro como fuera de la zona del euro (sí son admisibles los títulos de corporaciones que tengan a bancos como filiales). También se excluyen los títulos emitidos por firmas o vehículos de inversión o por organismos nacionales de gestión de activos y los fondos de reestructuración (de acuerdo con la definición de la Directiva de Reestructuración y Resolución Bancaria y el Reglamento del Mecanismo Único de Resolución), como, por ejemplo, la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb) o el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB).

Por otra parte, se aplican ciertos límites a nivel de activo sobre la cantidad máxima de las adquisiciones. Así, la proporción máxima que las compras del CSPP pueden representar por cada título no debe superar el 70 % de su saldo vivo. Este porcentaje puede ser inferior para casos específicos tales como los valores emitidos por empresas públicas⁵, para así ser tratados de manera equivalente al PSPP. Además, se aplican límites a nivel del grupo de la entidad emisora con el fin de asegurar un cierto grado de proporcionalidad y diversificación en la asignación de las adquisiciones entre empresas. Dichos límites se determinan a partir de la capitalización de mercado de los bonos admisibles de un determinado grupo sobre el universo completo de activos admisibles del programa. Asimismo, tal y como ocurre con el conjunto del APP, los instrumentos admisibles deben tener una rentabilidad que se encuentre por encima del tipo de la facilidad de depósito (que actualmente se sitúa en el -0,4 %) en el momento de la compra.

En definitiva, el objetivo de la mayoría de las restricciones que se aplican es asegurar que la cartera de bonos adquirida mediante el CSPP tenga un riesgo limitado y un cierto grado de diversificación. Como resultado de ello, la cartera de títulos adquirida presenta una elevada heterogeneidad en cuanto a la calidad crediticia, sector, país y emisor [véase, por ejemplo, BCE (2016), «El mercado de renta fija privada y el programa de compras de bonos corporativos del BCE», recuadro 2, *Boletín Económico*, n.º 5/2016].

2 Véase https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_02014o0060-20160125_es_txt.pdf.

3 La calificación crediticia de un activo tiene preferencia sobre la del emisor o garante. En caso de que el bono tenga dos o más calificaciones, se usará la mejor. Las agencias de *rating* reconocidas por el BCE son DBRS, Fitch Ratings, Moody's y Standard & Poor's.

4 El límite superior está en línea con el aplicado por el PSPP, mientras que el límite inferior asegura que los bonos emitidos por empresas de menor tamaño, generalmente a un plazo más corto, también son parte del universo de bonos admisibles. Por este mismo motivo, no existen límites en lo referente al tamaño mínimo de la emisión.

5 Tras la reclasificación en el CSPP de emisores procedentes del PSPP.

	Compras mercado primario (m€)	Cuota mercado primario (%)	Compras mercado secundario (m€)	Cuota mercado secundario (%)	Total compras (m€)
Junio de 2016	241	3,8	6.158	96,2	6.398
Julio de 2016	775	5,9	12.439	94,1	13.214
Agosto de 2016	1.299	6,5	18.622	93,5	19.921
Septiembre de 2016	3.243	10,9	26.479	89,1	29.722
Octubre de 2016	5.206	13,7	32.938	86,3	38.144

FUENTE: Banco Central Europeo.

a Compras acumuladas hasta la fecha indicada. Valor en libros.

Con respecto a la operativa, el Eurosistema puede adquirir los bonos tanto en el mercado secundario como en el primario. En el último caso, puede participar tanto en colocaciones públicas como privadas, aplicándose en ambos casos los mismos criterios de admisibilidad. En todo caso, estas compras se producen en paralelo y en competencia con el resto de los inversores, respetando los principios de libre mercado y asumiendo las prácticas y usos habituales. Sin embargo, el Eurosistema no podrá participar en emisiones llevadas a cabo en el mercado primario por empresas públicas de acuerdo con la definición recogida en el artículo 8 del Reglamento (CE) n.º 3603/93, del Consejo, de 13 de diciembre de 1993⁶.

La implementación del programa corre a cargo de seis bancos centrales que actúan en nombre del Eurosistema (los de Alemania, Bélgica, España, Francia, Finlandia e Italia), coordinados por el BCE. Cada uno de ellos es responsable de un área geográfica distinta. Así, el Banco de España está a cargo de realizar las compras de la deuda emitida por sociedades con residencia española y aquellas con residencia holandesa en las que el país de riesgo⁷ sea España⁸.

Con el objetivo de apoyar la liquidez de mercado y la disponibilidad de activos de garantía, los valores comprados bajo el programa CSPP están disponibles para ser prestados desde el 18 de julio de 2016. Por este motivo, los bancos centrales que actúan en nombre del Eurosistema publican y actualizan cada semana la lista de valores individuales disponibles para su préstamo.

A finales de octubre el Eurosistema había adquirido 686 valores con este programa, correspondientes a 198 empresas, de las cuales 13 eran españolas. El volumen de compras hasta esa fecha era de 38.144 millones de euros. En el cuadro 1 se observa que la mayoría de las compras han tenido lugar en el mercado secundario.

Efecto del CSPP sobre el coste de financiación de las sociedades no financieras

Desde el anuncio del CSPP, en marzo de este año, hasta mediados de abril, la rentabilidad media de los bonos admisibles en este programa (aquellos con una calificación crediticia de grado de inversión) emitidos por las sociedades no financieras españolas⁹ descendió

6 Véase <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:31993R3603&from=ES>.

7 El concepto «país de riesgo» del emisor se define de acuerdo con la International Organization for Standardization (ISO) y depende de cuatro factores: ubicación de la gestión, país principal de cotización, país de facturación y moneda de referencia del emisor.

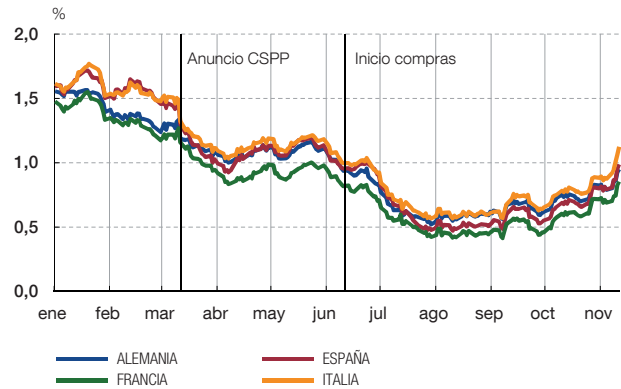
8 Los bonos adquiridos por el resto de los bancos centrales según la nacionalidad del emisor se detallan a continuación: Banco de Bélgica (Bélgica, Chipre, Grecia, Luxemburgo, Malta, Portugal, Eslovaquia y Eslovenia); Banco de Alemania (Alemania); Banco de Finlandia (Austria, Estonia, Finlandia, Irlanda, Letonia y Lituania); Banco de Francia (Francia), y Banco de Italia (Italia). En el caso de los bancos centrales de Alemania e Italia, también son los responsables de adquirir la deuda emitida por compañías con residencia holandesa cuando el país de riesgo sea Alemania o Italia, respectivamente. El Banco de Bélgica compra el resto de la deuda emitida por compañías con residencia holandesa cuyo país de riesgo no sea Alemania, España o Italia.

9 Incluye emisiones realizadas por filiales residentes y no residentes.

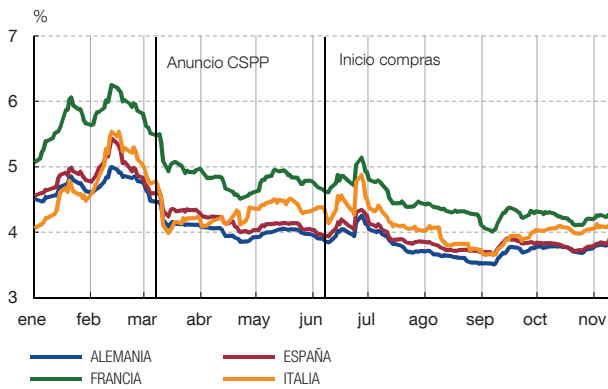
1 RENTABILIDAD MEDIA DE LAS EMISIONES DE RENTA FIJA A LARGO PLAZO. ESPAÑA (a)



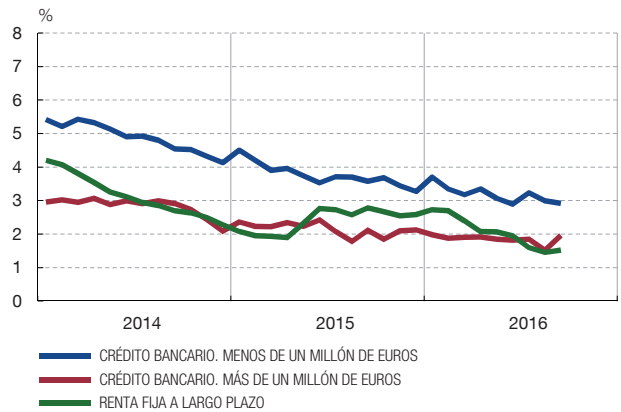
2 RENTABILIDAD DE LOS BONOS A LARGO PLAZO. SOCIEDADES NO FINANCIERAS. GRADO DE INVERSIÓN



3 RENTABILIDAD DE LOS BONOS A LARGO PLAZO. SOCIEDADES NO FINANCIERAS. ALTA RENTABILIDAD



4 COSTE DE FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS



FUENTE: Banco de España a partir de Bloomberg y Datastream.

a La rentabilidad media se obtiene como una media ponderada de las rentabilidades de bonos individuales emitidos en euros por cada tipo de sociedad desde 2010, con un importe mínimo de 10 millones de euros, y un vencimiento superior a cinco años. Las ponderaciones se realizan a partir del importe emitido.

44 puntos básicos (pb) (véase gráfico 1.1). Esta evolución se produjo en un contexto en el que los tipos de interés de otros activos de renta fija a largo plazo, como las permutas financieras (*swaps*) sobre el eonia (OIS, por sus siglas en inglés) o la deuda pública a ese horizonte, apenas variaron, lo que sugiere que esta caída se explica en gran medida por este programa. Concretamente, el cuadro 2 muestra que, alrededor de la fecha del anuncio, el diferencial de rentabilidad de estos bonos sobre los tipos OIS se redujo en 20 pb¹⁰, disminución que se fue ampliando progresivamente hasta mediados de abril. A partir de esa fecha, la rentabilidad de estos bonos ha mostrado una evolución similar a la de la deuda pública, sin que se observe un impacto apreciable alrededor de la fecha del inicio de las compras, lo que sugiere que, para entonces, el efecto se encontraba completamente incorporado en el precio de los activos. El impacto sobre la rentabilidad de los bonos

10 Para este ejercicio se calcula la variación entre el día anterior y el posterior al anuncio. Se utiliza el diferencial y no la rentabilidad para aislar los efectos asociados a cambios generales en los tipos de interés a largo plazo. Debido a la heterogeneidad de los vencimientos de la muestra de bonos, se ha tomado la media de los tipos OIS correspondientes a los vencimientos de cinco y diez años. La variación de 20 pb se encuentra en el percentil 99,8 de la distribución de la variación en un intervalo de dos días de la rentabilidad media de bonos con calificación crediticia de grado de inversión para el período comprendido entre enero de 2013 y octubre de 2016.

Puntos básicos

	España	Alemania	Francia	Italia
Anuncio CSPP (10.3.2016)				
SNF. Grado inversión	-20	-17	-11	-21
SNF. Alta rentabilidad	-31	-30	-44	-55
SF. Grado inversión	-11	-1	-17	-5
Inicio de las compras CSPP (8.6.2016)				
SNF. Grado inversión	-2	-3	-2	-3
SNF. Alta rentabilidad	0	-2	0	-20
SF. Grado inversión	1	1	2	2

FUENTE: Banco Central Europeo a partir de Datastream.

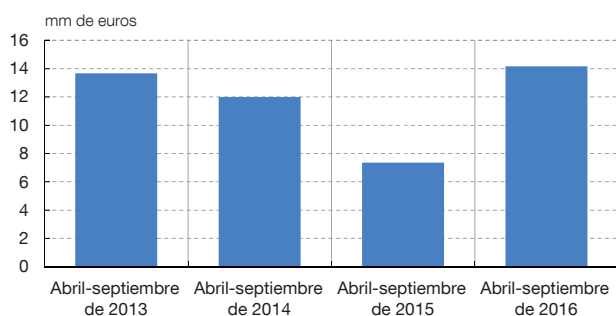
a Para este ejercicio se calcula la variación entre el día anterior y el posterior a la fecha del evento. Para el cálculo del diferencial se ha tomado la media de los tipos OIS correspondientes a los vencimientos de cinco y diez años. SNF corresponde a sociedades no financieras y SF a sociedades financieras.

emitidos por las empresas españolas habría sido algo mayor que el observado para las empresas alemanas y francesas, y similar al de las italianas, tanto si se evalúa alrededor de la fecha del anuncio como en términos acumulados hasta mediados de abril (véanse cuadro 2 y gráfico 1.2). Concretamente, durante este último período las rentabilidades correspondientes a las empresas alemanas, francesas e italianas han caído 28 pb, 37 pb y 42 pb, respectivamente, frente al descenso de 44 pb para las españolas.

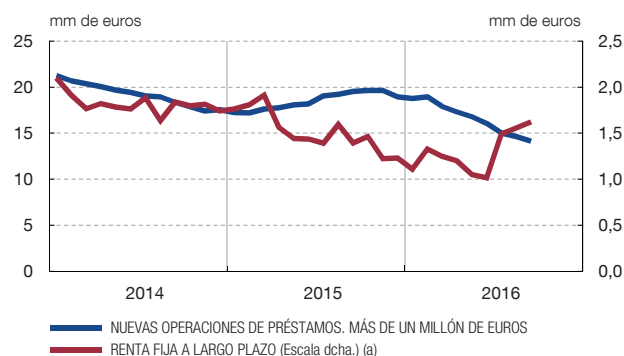
Pero el efecto del programa no se habría limitado a los valores admisibles, sino que se habría extendido a otros, como, en particular, los bonos emitidos por empresas no financieras con una calificación crediticia por debajo del grado de inversión (bonos de alta rentabilidad). De hecho, la información presentada en el gráfico 1.3 y en el cuadro 2 apunta a que el impacto sobre la rentabilidad de estos activos habría sido incluso superior al observado para los bonos admisibles tanto en España como en el resto de la UEM, resultado que está en línea con BCE (2016) (véase referencia en página 2, último párrafo). En el caso de los bonos emitidos por las empresas no financieras españolas con una calificación crediticia inferior al grado de inversión, el descenso acumulado de rentabilidad desde la fecha del anuncio hasta mediados de abril fue de 48 pb, al tiempo que el diferencial sobre los tipos OIS se redujo en 31 pb alrededor de la fecha del anuncio. También existe cierta evidencia de que el programa habría podido contribuir a la caída de la rentabilidad de los bonos emitidos por las empresas financieras, aunque en este caso su efecto habría sido más reducido. Concretamente, tal como muestra el cuadro 2, el diferencial de rentabilidad de los bonos con grado de inversión emitidos por las empresas financieras españolas disminuyó 11 pb alrededor de la fecha del anuncio.

Desde mediados de abril, la evolución de la rentabilidad de la deuda a largo plazo emitida por las empresas no financieras españolas ha estado en línea con la de los tipos de interés de otros activos de renta fija como la deuda pública o los OIS, lo que sugiere que detrás de este desarrollo se encuentran otro tipo de factores, fundamentalmente globales, no relacionados con el CSPP, vinculados con los cambios en las expectativas macroeconómicas y de política monetaria y en el apetito por el riesgo de los inversores. Concretamente, entre abril y finales de junio se ha observado una trayectoria de relativa estabilidad, seguida de una tendencia a la baja tras el resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea que se ha prolongado hasta finales de septiembre. Posteriormente, durante octubre y la parte transcurrida de noviembre, se ha producido un cierto repunte.

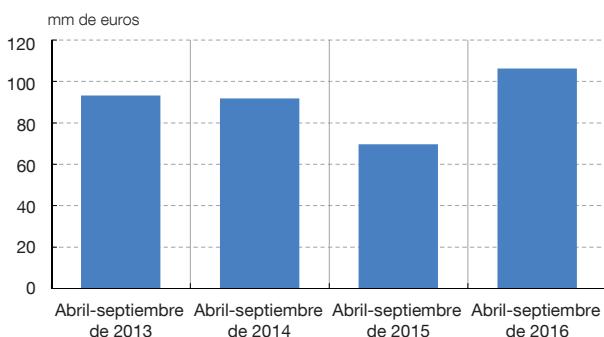
1 TOTAL EMISIÓN BRUTA DE BONOS POR SOCIEDADES NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS (a)



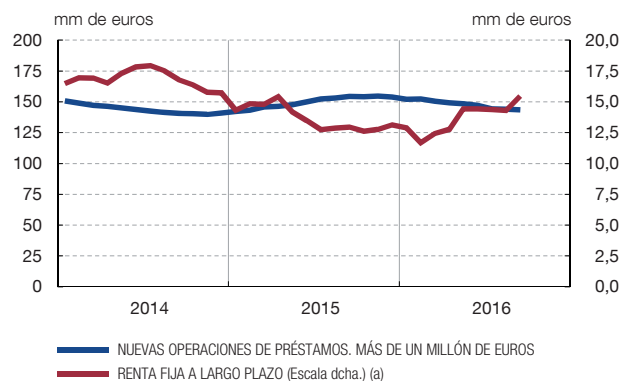
2 PRÉSTAMOS BANCARIOS Y EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA. ESPAÑA (b)



3 TOTAL EMISIÓN BRUTA DE BONOS POR SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE LA UEM (a)



4 PRÉSTAMOS BANCARIOS Y EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA. UEM (b)



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a Incluye las emisiones de filiales residentes y no residentes.
- b Promedio de doce meses.

El efecto del CSPP sobre la estructura de financiación ajena de las sociedades no financieras

El descenso observado, desde el anuncio del CSPP hasta septiembre, en el coste de financiación de las empresas no financieras españolas mediante valores de renta fija a largo plazo (87 pb)¹¹ se ha producido en un contexto en el que los tipos interés de los préstamos concedidos por las entidades residentes a las empresas no financieras se han reducido en menor medida, o incluso han repuntado ligeramente. En concreto, en las operaciones de menos de un millón de euros se ha producido un descenso de 26 pb, mientras que en las de mayor importe, que recogen fundamentalmente las realizadas con las compañías de mayor dimensión, que son las que tienen acceso a los mercados de valores, se ha elevado 6 pb (véase gráfico 1.4). De este modo, ha aumentado el atractivo relativo de la emisión de bonos por parte de las empresas no financieras españolas. Ello se ha reflejado en un incremento sustancial de los volúmenes brutos emitidos. Así, el gráfico 2.1 evidencia que en el período abril-septiembre de 2016 dichas emisiones han aumentado un 93 % con respecto a lo observado durante los mismos meses de 2015 y se han situado también por encima de los correspondientes niveles de 2014 y en línea con los de 2013. Además, este mayor dinamismo no solo se ha visto apoyado por los emisores tradicionales, sino que han aparecido también nuevos grupos activos en el mercado. Concretamente, de los 33 grupos de empresas españolas que han emitido tras el anuncio del programa, 11 de ellos lo

11 Incluye todas las emisiones de valores de renta fija, tanto las admisibles por el CSPP como las que no lo son.

han hecho por primera vez, y otros dos habían estado inactivos desde 2011. Generalmente estas empresas tienen menor tamaño que las que venían realizando emisiones y, aunque los valores emitidos por la mayoría de ellas no son admisibles en el CSPP, debido a la ausencia de calificación crediticia o a que esta se sitúa por debajo del grado de inversión, se han beneficiado del efecto indirecto que dicho programa ha tenido sobre las rentabilidades de los bonos no admisibles.

El gráfico 2.2 ilustra cómo el repunte en las emisiones de renta fija por parte de las empresas no financieras españolas ha venido acompañado de un descenso en el volumen de operaciones de préstamo bancario de más de un millón de euros, que, como se ha dicho, recogen fundamentalmente las realizadas con las compañías de mayor dimensión, que son las que tienen acceso a los mercados de valores. Ello sugiere que, como era de esperar, el CSPP estaría contribuyendo a acelerar el proceso de reducción del peso del crédito bancario en la financiación de las compañías grandes que se ha venido observando durante los últimos años. De este modo, las pymes podrían estar beneficiándose también, aunque de forma indirecta, del efecto del CSPP en la medida en que las entidades de crédito, al reducir su exposición con las empresas grandes, tendrían un mayor margen para aumentar la oferta de crédito a las pequeñas y medianas, lo que podría reflejarse en una mejora de sus condiciones de financiación.

En el conjunto del área del euro se ha observado una evolución similar. Concretamente, el gráfico 2.3 muestra que las emisiones brutas realizadas por las empresas no financieras de la UEM aumentaron un 53 % en el período abril-septiembre de 2016 con respecto a los mismos meses de 2015 y que se situaron por encima de los correspondientes niveles de 2013 y 2014. Asimismo, el repunte de las emisiones también ha venido acompañado de un descenso en el volumen de las operaciones de préstamo bancario a empresas no financieras de más de un millón de euros, por lo que en la zona del euro el programa también habría contribuido en cierto modo a acelerar el proceso de pérdida de peso de la financiación canalizada a través de las entidades de crédito (véase gráfico 2.4).

21.11.2016.