Evolución de la deuda corporativa: efecto del programa del BCE

El pasado 8 de junio el Banco Central Europeo puso en marcha un nuevo programa de compra de deuda corporativa (*Corporate Sector Purchase Programme*). El objetivo del programa es reforzar la transmisión de las adquisiciones de activos por parte del Eurosistema a las condiciones de financiación de la economía real, suponiendo un punto de inflexión en la evolución seguida por la deuda de las empresas españolas, tras el largo y duro proceso de desapalancamiento que han llevado a cabo en los últimos años en un contexto en el que el endeudamiento llegó a alcanzar el 133,0% en relación al PIB.

Isabel Gaya

La deuda de las empresas españolas ha seguido una tendencia pro-cíclica. Durante los años de expansión económica, la deuda corporativa creció a un ritmo exponencial, impulsado por el crecimiento económico, en un entorno marcado por la laxitud financiera, monetaria y fiscal. El ratio de endeudamiento de las sociedades no financieras en relación al PIB pasó del 65,5% en el primer trimestre del 2000 a un 133,0% en el segundo trimestre de 2010. La contracción y la caída de la actividad dejó a las compañías españolas en una situación muy vulnerable, viéndose obligadas a llevar a cabo un largo proceso de desapalancamiento que se ha extendido hasta el último trimestre de 2015, momento en el que la deuda de las *corporates* españolas se ha situado por debajo de la media del área euro (104,8% del PIB, frente al 106,4% en el área euro).

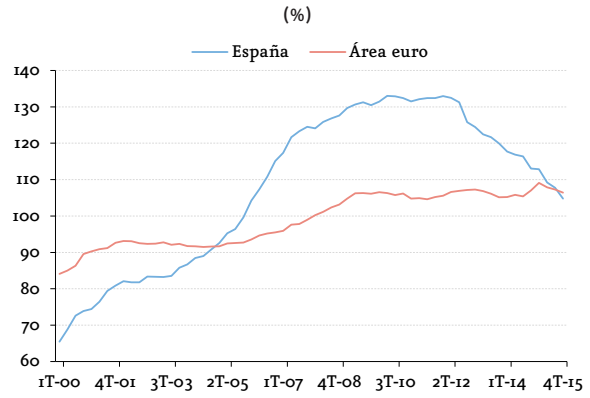
Resulta paradigmático cómo la última fase de desendeudamiento de las sociedades no financieras se ha producido en paralelo a un aumento de la inversión. El factor explicativo de ello es que el aumento de la inversión se ha producido con un

iStock/Thinkstock.

mayor recurso a fondos propios y tesorería en balance que en el pasado.

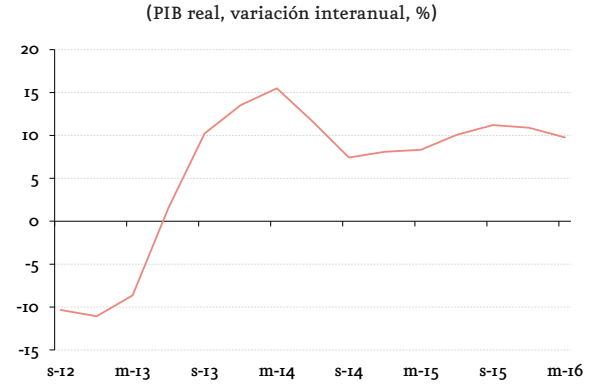
En este contexto, es destacable el papel que el Banco Central Europeo y su nuevo programa de compra de deuda corporativa (*Corporate Sector Purchase Programme*, en adelante, CSPP) va a tener en la evolución de la deuda de las sociedades no financieras en 2016. Dicho programa entró en acción el pasado 8 de junio y va a generar una serie de efectos en el mercado de deuda, principalmente en relación a un potencial estrechamiento de

Evolución del ratio de endeudamiento de las sociedades no financieras sobre el PIB



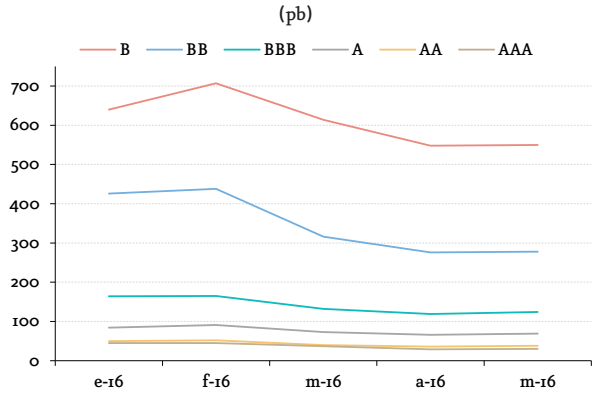
Fuente: *Euro Area Statistics, Afi.*

Evolución de la inversión en bienes de equipo



Fuente: *Afi.*

Evolución de los diferenciales aplicados a la emisión de deuda corporativa por rating



Fuente: *Bloomberg, Afi.*

diferenciales y a un aumento de la frecuencia de emisiones de deuda.

El papel de BCE como dinamizador de la deuda corporativa

Los instrumentos de deuda elegibles para el programa CSPP han de cumplir los siguientes requisitos:

• Estar admitidos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema.

• Emitidos en euros por una empresa establecida en la zona euro que: i) no sea una institución de crédito, ii) no tenga una empresa matriz que sea una entidad de crédito; y iii) no sea un vehículo de gestión de activos o un fondo nacional de gestión y enajenación de activos creado para apoyar la reestructuración del sector financiero.

• De grado de inversión (rating igual o superior a BBB-).

• Vida residual mínima de seis meses y máxima de 30 años en el momento de la compra.

La concentración máxima de compra por emisión es, con carácter general, del 70% de su saldo vivo, frente al 33% del programa de compra de deuda pública (PSPP). Por otro lado, las adquisiciones se efectuarán tanto en el mercado primario como en el secundario, a excepción de las emisiones de instrumentos de deuda en el mercado primario que se puedan clasificar como proyectos públicos.

Según los datos facilitados por el BCE, en la primera semana del programa CSPP se invirtieron un total de 1.900 millones de euros, lo que representa una media de 380 millones de euros en bonos de empresas no financieras al día. El efecto en el mercado de deuda corporativa es claro:

• **Estrechamiento de diferenciales de crédito.** Desde el anuncio del programa en marzo, se ha producido una reducción de los diferenciales

de crédito soportados por los bonos corporativos, tanto en el segmento de grado de inversión (en el que se manifiesta de manera directa la actuación del BCE), como en deuda de grado especulativo (*high yield*), excepto en emisiones con un rating igual e inferior al CCC.

• **Recuperación de la actividad de emisión bruta**, no sólo por parte de emisores de deuda «elegible» para el programa, sino también por otros emisores no elegibles, entre los cuales se puede citar tanto a las empresas estadounidenses que, aprovechando la caída de los costes de emisión en el área euro, están recurriendo en mayor medida a los reverse yankees (emisiones en euros en los mercados europeos), como a empresas de menor tamaño que estén planteando llevar a cabo emisiones en mercados alternativos como el MARF.

El repunte de la actividad de emisión bruta derivada de las compras del BCE, que se estima que podría rondar los 70.000 millones de euros hasta el cierre de año, podría presionar los tipos a la baja, por lo que el efecto del estrechamiento de diferenciales (primer efecto comentado) podría ser marginalmente decreciente.

En España, el universo de deuda de compañías españolas con grado de inversión se estima actualmente en alrededor de 57.000 millones de euros. Iberdrola, Gas Natural Fenosa, Repsol, Abertis, Ferrovial, DIA y Amadeus se perfilan como las corporates españolas que más beneficios podrían obtener del programa CSPP.

Por sectores, el sector que más activos elegibles tiene en el área euro es el de la energía, particularmente, el sector eléctrico (151.000 millones de euros), por delante de transporte (65.000 millones de euros), otras corporaciones energéticas (47.000 millones de euros), industria básica (46.000 millones de euros), telecomunicaciones (44.000 millones de euros) y automoción (39.000 millones de euros).

Deuda corporativa, ¿para qué?

El incremento que se espera que registre la deuda corporativa en 2016 puede ser utilizado por las compañías con distintos fines. La opción preferida está siendo la de reestructurar la deuda que tienen en balance, alargando plazos y a un menor coste.

Es destacable que la inversión empresarial, pese a los ritmos de expansión registrados en ejercicios precedentes, está comenzando a mostrar señales de agotamiento y una reducida sensibilidad a este tipo de medidas desarrolladas por el BCE. No obstante, no debe descartarse que un abaratamiento en esta tipología de financiación pueda suponer un estímulo adicional a la actividad inversora, especialmente por la mayor y mejor adaptación que el mercado de capitales ofrece para la cobertura de proyectos con un período de maduración relativamente largo. Esto obedece a que las condiciones de amortización son normalmente *bullet*, en lugar de *amortising* (devolución periódica de principal), que es la opción preferida por las entidades financieras en las operaciones de fondeo tradicionales.

Conviene señalar, no obstante, que sigue existiendo una brecha significativa entre el coste de financiación a través de entidades financieras (bilateral) y la financiación en mercados de capitales, especialmente para emisores *high yield* (rating inferior a BBB-). En este sentido, la diversificación de las fuentes de financiación de la empresa sigue siendo un objetivo más que deseable, y el argumento empleado por las direcciones financieras para tratar de convencer a los órganos de gobierno de la empresa de lo idóneo de recurrir al mercado de capitales en un contexto como el actual. El BCE ha sentado las bases para que el proceso de desintermediación financiera en países como España se afiance, pero es tarea del sector privado continuar con esta dinámica en el medio y largo plazo ::