El mercado de deuda privada española retoma el pulso

*José Manuel Amor, Salvador Jiménez, Irene Peña y Javier Pino**

El ejercicio 2019 está siendo testigo de un intenso crecimiento de los volúmenes de emisión de renta fija privada por parte de emisores españoles. Aunque con episodios de debilidad, el mercado primario se ha visto favorecido por el hundimiento de los tipos soberanos y la persistencia de diferenciales crediticios en mínimos. El sector bancario lidera el crecimiento de las emisiones, con cambios en el *mix* de tipologías de deuda emitida. Las emisiones de deuda corporativa no financiera crecen a un ritmo inferior, aunque superan las del pasado ejercicio, en un entorno todavía marcado por la diversificación de fuentes de financiación, la refinanciación a tipos inferiores y el alargamiento de plazos. Destacamos además, la progresiva maduración del segmento de deuda para empresas de tamaño mediano (MARF) y, sobre todo, el fuerte crecimiento de la emision de bonos verdes y sociales, segmentos en los que los emisores españoles son líderes a escala internacional.

Las emisiones españolas de deuda privada durante 2019

El mercado primario de deuda privada española (emisiones de bonos simples de empresas y bancos)[1] está registrando un comportamiento favorable en 2019 tras un 2018 en el que la actividad emisora fue reducida. El mal desempeño del ejercicio pasado se explica tanto por la intensa actividad emisora de años precedentes, a la que contribuyó la elevada demanda inversora en un entorno de creciente liquidez y los esfuerzos del sector corporativo para diversificar sus fuentes de financiación, como por la elevada incertidumbre provocada por la conjunción del estallido de la guerra comercial entre EE.UU. y China, el gobierno de coalición populista en Italia y las negociaciones para el *brexit* entre Reino Unido y la Unión Europea, factores que prácticamente cerraron el mercado primario en el último trimestre de 2018.

En 2019 el mercado de crédito se ha visto beneficiado por la intensa relajación de las condiciones financieras en la eurozona, producto del intenso viraje hacia una mayor acomodación monetaria realizado

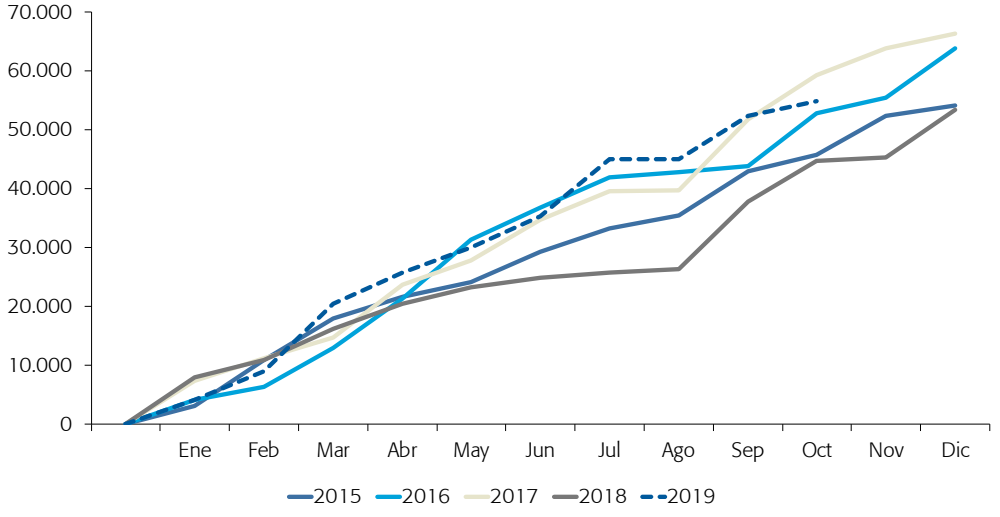
* Afi. - Analistas Financieros Internacionales.

[1] En este artículo no se analizan las emisiones de titulizaciones.

Gráfico 1

Saldo acumulado de emisiones a largo plazo de deuda privada de los emisores españoles

(Millones de euros)



Fuente: Bloomberg, Afi.

por el Banco Central Europeo (BCE) en relación al ejercicio pasado. En el mercado secundario de deuda corporativa se ha observado una reducción sustancial de las rentabilidades exigidas al sector corporativo y bancario, a lo que ha contribuido tanto el hundimiento de los tipos soberanos como la intensa cesión de los diferenciales de riesgo crediticio.

El mercado de crédito se ha visto beneficiado a lo largo de 2019 de una relajación de las condiciones financieras de la eurozona, observándose una reducción sustancial de las rentabilidades exigidas a los emisores europeos.

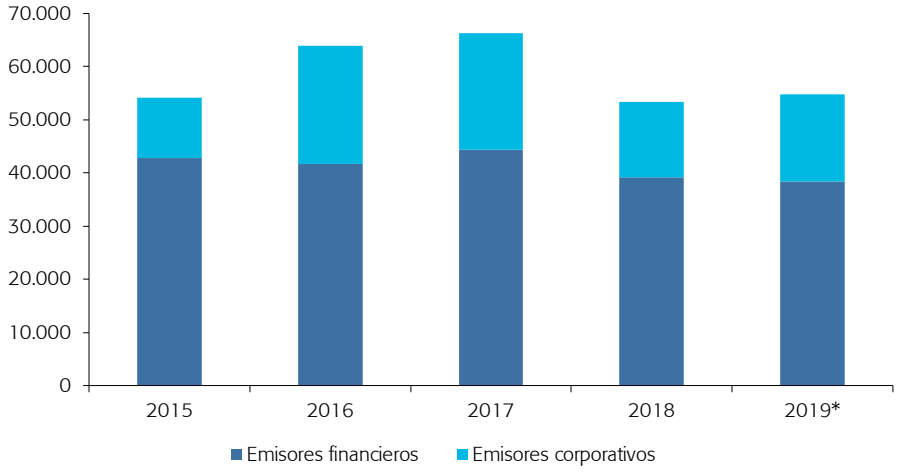
Este contexto ha sido aprovechado por emisores financieros y corporativos para financiarse en condiciones muy favorables, tanto en coste como en plazo, en los mercados de capitales. Con datos hasta septiembre, el volumen acumulado de emisiones a largo plazo de deuda privada española se situaba por encima del volumen registrado en el mismo período de los últimos cuatro años. Durante el mes de octubre se ha observado cierta ralentización de la actividad emisora, asociada a cierta volatilidad en los diferenciales crediticios, en una suerte de repetición, si bien a menor escala, del parón experimentado en los meses de verano, intensificado este ejercicio por el retraimiento del apetito inversor ante la escalada de la guerra comercial entre EE.UU. y China y las muestras de intensa debilidad de la economía europea. En todo caso, en los diez primeros meses de 2019 la emisión de renta fija privada española (54.900 millones de euros) supera en un 23% el volumen emitido en el mismo periodo del año anterior y ya es mayor que todo el saldo emitido en el conjunto de 2018 (gráfico 1).

Las emisiones del sector financiero, fundamentalmente bancario, copan el mercado primario de deuda privada española en 2019 (gráfico 2), con un 70% sobre el volumen total. Esto es consecuencia, por un lado, de las elevadas necesidades de financiación que tienen las entidades bancarias –sobre todo de deuda con capacidad de absorción de pérdidas– y, por otro, del todavía reducido peso de la financiación en mercados mayoristas del sector corporativo español, muy atomizado y altamente dependiente del crédito bancario. En efecto, aunque ha aumentado en los últimos años, el número de empresas con capacidad para acceder a los mercados de capitales mayoristas a captar financiación es

Gráfico 2

Distribución de las emisiones a largo plazo de deuda privada de los emisores españoles

(Millones de euros)



*Hasta octubre de 2019.

Fuente: Bloomberg, Afi.

reducido en comparación con los principales mercados de la eurozona.

El sector bancario lidera las emisiones, con cambios en la relevancia de los tipos de deuda

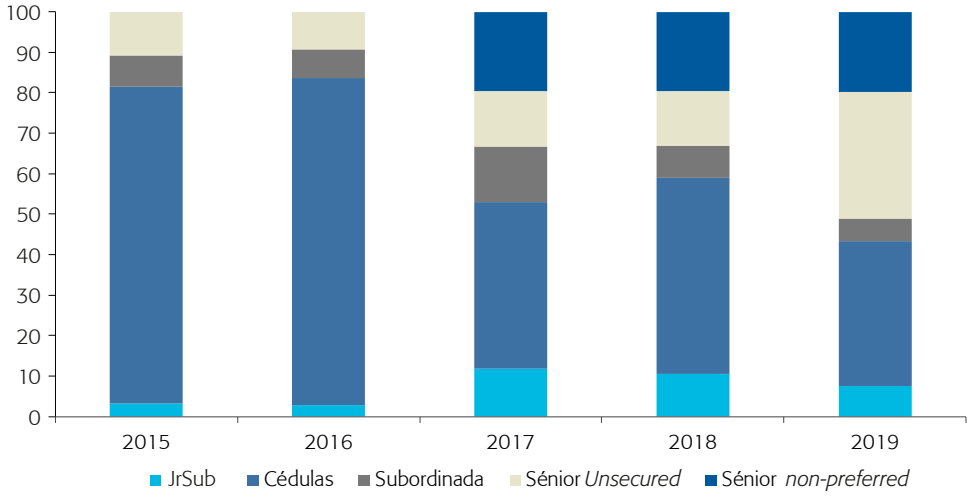
La banca española ha emitido más de 38.000 millones de euros en los diez primeros meses del año, frente a los cerca de 31.000 millones emitidos en el mismo periodo en 2018, lo que supone un crecimiento del 24%, similar al experimentado en el año 2017. Más allá del incentivo que suponen costes de financiación en mínimos, la principal razón tras el fuerte aumento del recurso de la banca al mercado primario de deuda se encuentra en la insuficiencia de la generación orgánica de capital, que no es suficiente para cumplir con la regulación en materia de capital y pasivos con capacidad de absorción de pérdidas. Producto de esta necesidad es el cambio en la composición de las emisiones de deuda bancaria en los últimos años: en 2015 las cédulas hipotecarias copaban cerca del 80% del total de volumen captado en el mercado primario, en lo que llevamos de 2019 este segmento apenas supera el 35% del total emitido (igualmente, ha caído su volumen total emitido). Los bonos contingentes convertibles, conocidos como CoCos también han perdido protagonismo, y su cuota del total emitido se reduce del 11,7% en 2017 a un 7,4% en 2019. Este descenso se debe a que fueron las entidades españolas con mayor volumen de activos, y por tanto las que mayor volumen de este tipo de emisiones necesitaban realizar, las que se apresuraron a cubrir con rapidez las exigencias del regulador. En los últimos trimestres están siendo las entidades de menor tamaño las que están acudiendo al mercado de capitales a emitir esta

La distribución de las emisiones de deuda bancaria está cambiando en los últimos años hacia una mayor relevancia de los CoCos y la deuda sénior non preferred*, en detrimento de las cédulas. La principal razón se encuentra en una generación orgánica de capital insuficiente para cumplir con la regulación en materia de pasivos con capacidad de absorción de pérdidas.*

Gráfico 3

Distribución por tipo de emisión de deuda bancaria a largo plazo de los emisores españoles

(Porcentaje sobre el total)



Fuente: Bloomberg, Afi.

tipología de activo, lógicamente por volúmenes inferiores. Es destacable igualmente el rol de otro segmento de deuda con capacidad de absorción de pérdidas, con rango o prelación superior al de la deuda subordinada pero inferior al de la deuda sénior *unsecured*: la deuda sénior *non preferred*, que desde 2017, primer año en que se utilizó por emisores españoles, ha supuesto un 20% del total de emisiones mayoristas realizadas por el sector en cada ejercicio (gráfico 3).

La incertidumbre frena en verano el ritmo de emisiones de deuda corporativa no financiera

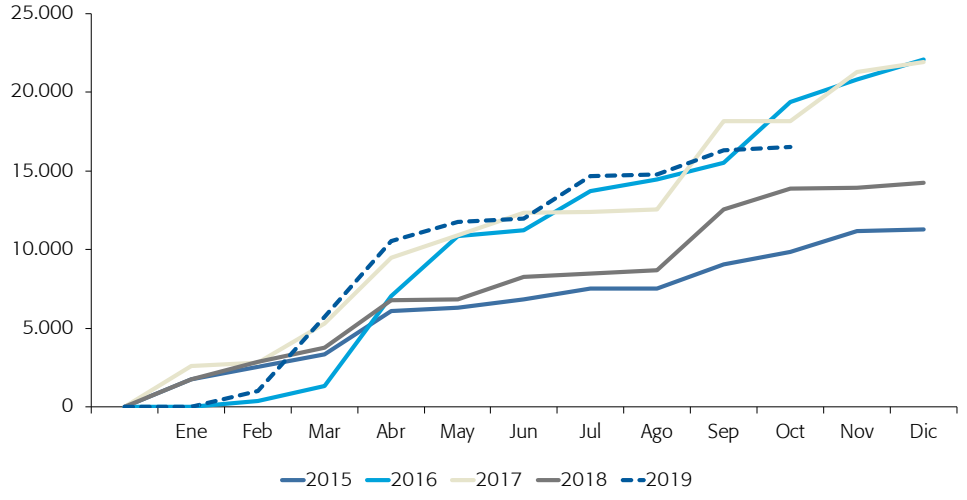
La emisión de deuda realizada por empresas no financieras también supera en 2019 el volumen emitido en el año anterior, situándose en octubre un 19% por encima del volumen colocado para estas mismas fechas en 2018 (16.500 millones de euros frente a 13.900 millones respectivamente). El ritmo de emisión bruta hasta los meses de verano era incluso más intenso, situándose casi a la par que en el ejercicio 2016, año en el que se estableció un récord de emisiones en paralelo al aumento de las compras de deuda por parte del Banco Central Europeo (BCE) hasta un importe mensual de 80.000 millones de euros mensuales (ver gráfico 4). El parón emisor durante los meses de julio y, sobre todo, agosto, derivado del incremento de la aversión al riesgo en los mercados, que retrae el apetito por el riesgo inversor en deuda corporativa (y otros activos de riesgo como la renta variable), ha supuesto que, a pesar de la reactivación de las emisiones en septiembre y octubre, el volumen de deuda colocada en lo que llevamos de ejercicio se sitúe un 9% por debajo del mismo período de 2017 y cerca de un 15% inferior al de los primeros diez meses de 2016.

Queda por ver si en los dos meses finales del ejercicio se produce una remontada que permita recuperar un ritmo emisor total anual similar al de aquellos ejercicios. A esta aceleración podrían contribuir tanto la reactivación de las compras por parte del BCE (a un ritmo de 20.000 millones mensuales de los cuales se estima que cerca de 3.000 millones corresponderían a emisiones de deuda corporativa no financiera, bajo el programa *CSPP* o *Corporate Sector Purchase Programme*), como la mejora del sentimiento del mercado derivada de la menor probabilidad de un *brexit* sin acuerdo, los avances en las negociaciones comerciales entre EE.UU. y China,

Gráfico 4

Saldo acumulado de emisiones corporativas a largo plazo de los emisores españoles

(Millones de euros)



Fuente: Bloomberg, Afi.

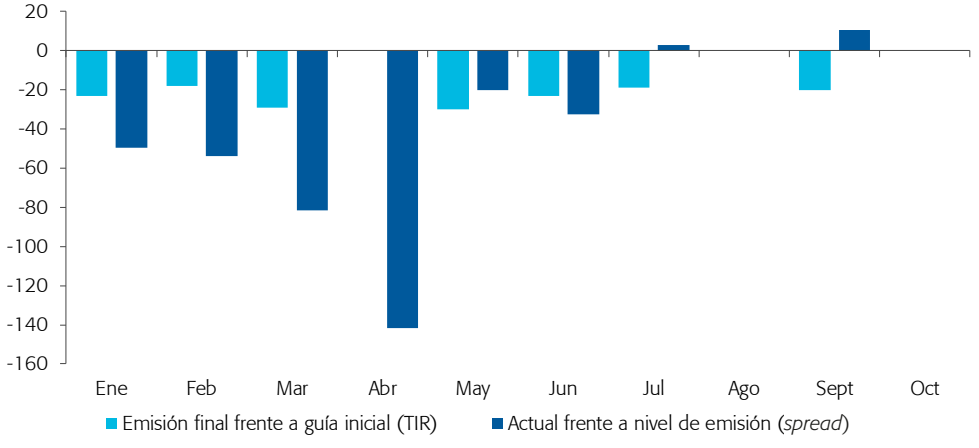
y las señales de cierta estabilización cíclica en la economía global.

La demanda inversora, en concreto su intensidad, es un aspecto clave en el buen momento que atraviesa el mercado primario de emisiones de deuda corporativa no financiera por parte de emisores españoles en 2019. El gráfico 5 muestra cómo, de forma recurrente en todo el ejercicio, la mayoría de colocaciones se han realizado a un nivel de coste final (*reoffer yield* o TIR para el inversor) inferior por un margen relevante frente a la guía inicial ofrecida en el proceso de colocación. Esa intensidad de la demanda se ha trasladado al mercado secundario, donde la

Gráfico 5

Emisiones corporativas de emisores españoles: parámetros de lanzamiento de emisiones y de comportamiento en el mercado secundario

(Puntos básicos)

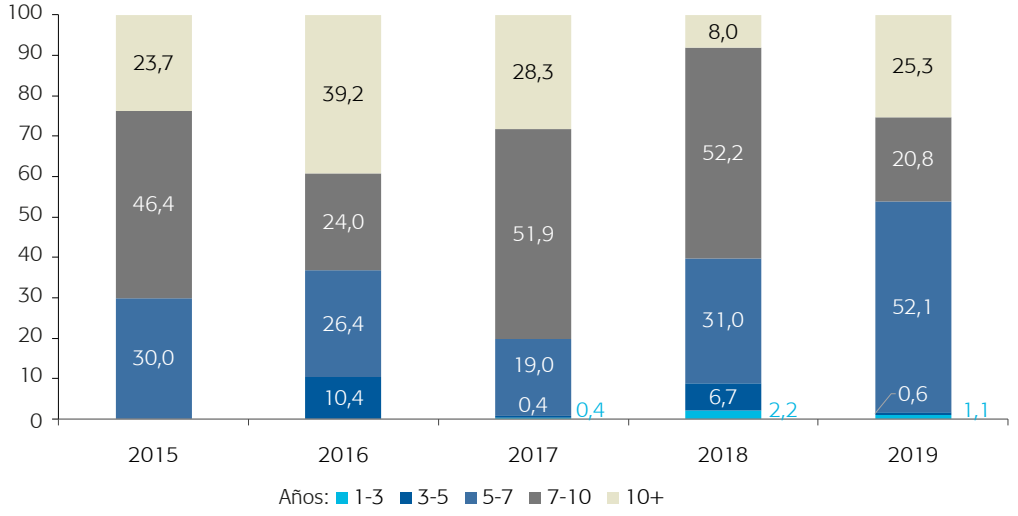


Fuente: Bloomberg, Afi.

Gráfico 6

Distribución por plazos de emisiones corporativas a largo plazo

(Porcentaje del total)



Fuente: Bloomberg, Afi.

mayor parte de las emisiones estrechan diferenciales en relación al fijado en su colocación inicial.

Atendiendo a los plazos de emisión del volumen colocado, en 2019 la práctica totalidad de las emisiones de deuda corporativa no financiera se han realizado a un plazo de cinco años o superior, con más de un 25% del volumen total colocado a plazos superiores a diez años (ver gráfico 6). Ello es consecuencia directa del contexto de tipos de interés soberanos en mínimos y aplanamiento de pendientes, unido a un elevado apetito inversor por asumir riesgo de crédito que ha comprimido la prima por riesgo de crédito a lo largo de toda la curva. Las curvas de diferenciales de crédito son hoy más planas, lo que eleva el incentivo a cerrar condiciones de financiación a plazos largos.

Finalmente, otro aspecto relevante es el formato (o mercado) de emisión elegido por las empresas españolas para colocar sus emisiones de deuda. El gráfico 7 muestra cómo desde 2016 el fuerte aumento de la actividad emisora se ha dirigido de forma incremental hacia colocaciones de bonos extranjeros (aquellos colocados en divisa distinta al euro y en el mercado doméstico de dicha divisa) y de bonos globales, estos últimos sobre todo realizados por parte de las grandes multinacionales españolas, por lo general en dólares estadoudinenses. Aunque el grueso de la emisión sigue siendo en formato eurobono y bono doméstico, y principalmente en euros, es destacable la tendencia hacia la diversificación de mercados y monedas de financiación.

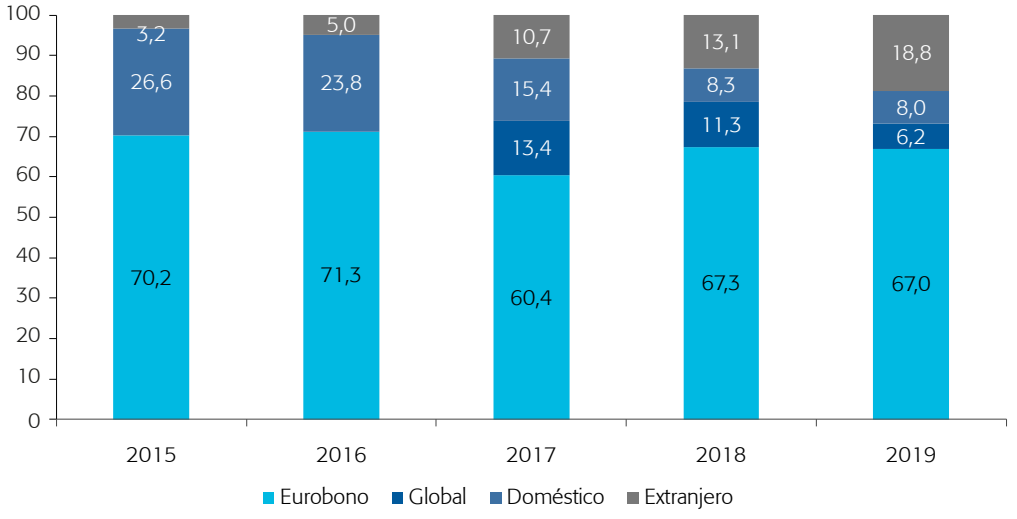
Creciente madurez de las emisiones de deuda corporativa en el MARF

No solo las grandes empresas, sino también las empresas de capitalización media, se han beneficiado en los últimos años de las extraordinarias condiciones de mercado para mejorar la estructura de pasivo de sus balances. La mayor parte de las emisiones de este segmento de compañías, al contrario de lo que es más habitual en grandes emisores, se han admitido a cotización en España y se han canalizado a través del mercado alternativo de renta fija (MARF), creado a finales de 2013 con el propósito de facilitar un entorno de emisión más ágil y flexible para las compañías.

Gráfico 7

Distribución de emisiones corporativas por mercado de emisión

(Porcentaje del total)



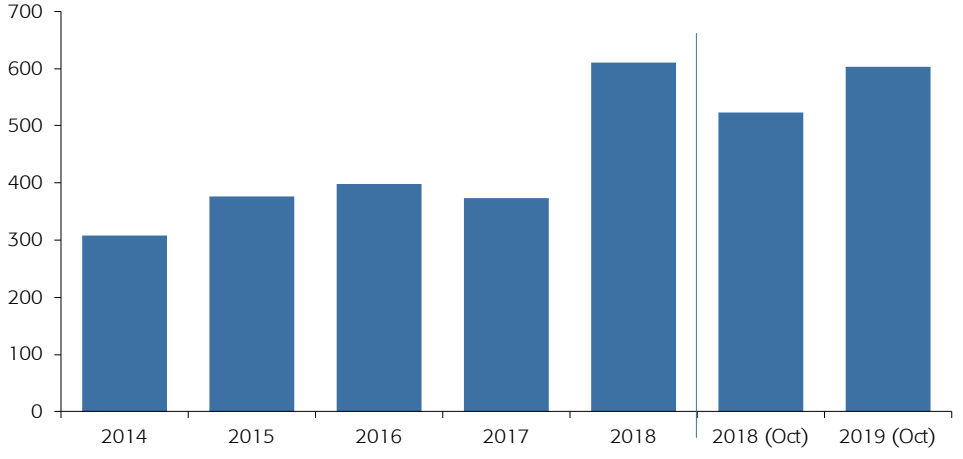
Fuente: Bloomberg, Afi.

A octubre de 2019 y desde sus comienzos, este mercado ha canalizado 2.669 millones de euros de financiación en bonos y obligaciones y programas de pagarés por un saldo vivo agregado de 12.230 millones de euros (gráfico 8). Más relevante si cabe que los volúmenes de financiación, es el número de emisores: un total de 78 nuevos nombres de compañías que, hasta la creación de este mercado, no habían participado en los mercados de renta fija (gráfico 9).

Gráfico 8

Volúmenes de emisión de bonos y obligaciones registrados anualmente en el MARF

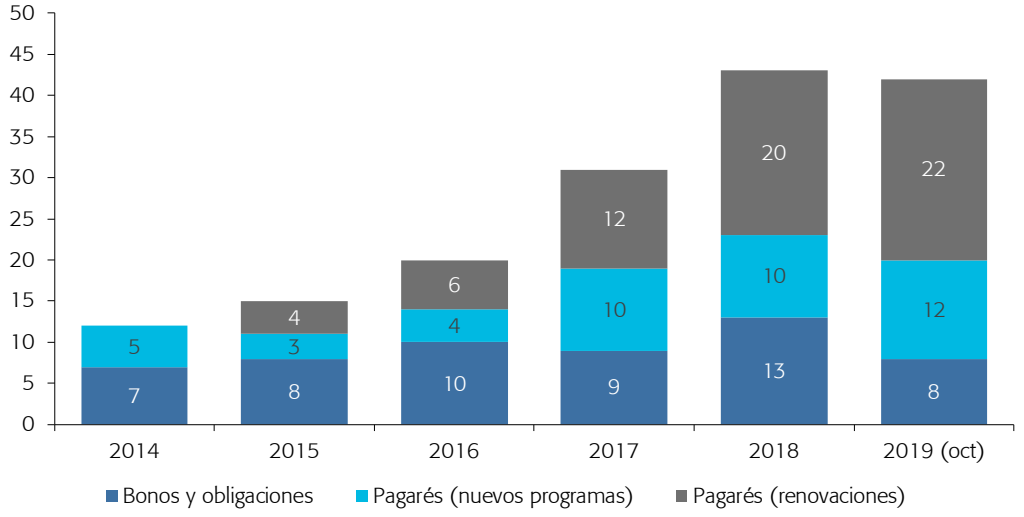
(Millones de euros)



Fuente: BME, Afi.

Gráfico 9

Número de emisiones y programas de pagarés registrados anualmente en el MARF



Fuente: BME, Afi.

Anualmente, así mismo, se observa un mayor dinamismo y capacidad de arrastre de este mercado de nuevas compañías y tipologías de instrumentos. Detrás de esta positiva evolución se observan un mayor conocimiento por parte de los equipos directivos de las ventajas de diversificar las fuentes de financiación, así como el respaldo que estarían encontrando por parte del inversor institucional, principalmente nacional.

En cuanto a las características de las emisiones, la mayor parte de los bonos emitidos, un 46%, tienen un plazo de vencimiento de hasta cinco años, un 30% abarcaría plazos de hasta diez años y un 23% de las emisiones superan los diez años de plazo (estas últimas principalmente vinculadas a la financiación de proyectos de infraestructura o energía). Por tipología de instrumento, el MARF ha admitido hasta el momento bonos y obligaciones con un tamaño medio de 34 millones de euros, bonos de proyecto con un tamaño medio de 62 millones euros y programas de pagarés con un saldo vivo máximo medio de 113 millones euros. Por parte de las entidades de financiación, también cotizan titulizaciones y emisiones de deuda subordinada a efectos de capital.

Un último aspecto interesante en la evolución de las emisiones registradas en MARF ha sido que el abanico de destino de los fondos captados se ha ido ampliando cada vez más. Si bien respaldar el crecimiento siempre ha sido un objetivo, en los primeros años del mercado el planteamiento era más conservador y tenía una mayor importancia en la refinanciación de deudas; es decir, la sustitución de deuda bancaria por deuda en formato bono y alargamiento de plazos. En los últimos años, sin embargo, cada vez está ganando más peso en el destino de los fondos la financiación de nuevos proyectos de inversión. Entre los factores que explican esta mayor apertura se subraya un mayor reconocimiento de estas empresas y una mayor confianza por parte los inversores en los proyectos presentados por las mismas.

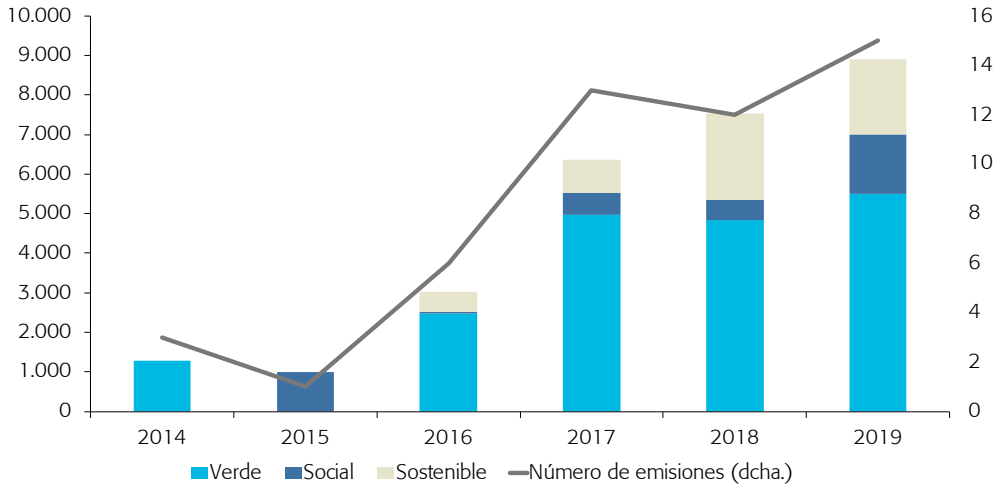
Los emisores corporativos españoles en el mercado verde, social y/o sostenible

Los bonos verdes, sociales y sostenibles son aquellos cuyos ingresos se aplicarán exclusivamente a proyectos ambientales y/o sociales elegibles. A

Gráfico 10

Emisiones verdes, sociales y sostenibles de emisores españoles

(Volumen en millones de euros y número de emisiones)



* Hasta octubre de 2019.

Fuente: Bloomberg, Afi.

nivel global, el saldo vivo apenas alcanza los 700.000 millones de dólares, frente a los 92 billones que supone el conjunto del mercado mundial de bonos. No obstante, es un mercado que está creciendo de forma exponencial en los últimos años y cuya importancia va a ir en aumento. Cada vez son más los inversores que tienen en cuenta criterios de inversión socialmente responsable para la composición de sus carteras, y las prioridades relativas al cambio climático escalan puestos en las agendas de todas las empresas y estados.

Los emisores españoles están adquiriendo un papel relevante en este mercado y todos los años se sitúan dentro del *top 10* a nivel global en cuanto a volumen emitido en el mercado primario. Esto tiene mayor valor si se tiene en cuenta que el principal emisor nacional, el Tesoro Público, a diferencia de algunos homólogos europeos, como Polonia, Francia, Bélgica, Irlanda o Holanda, aún no ha emitido ningún bono de estas características. Es previsible que esto ocurra durante el ejercicio 2020.

En el gráfico 10 se observa cómo desde 2015 viene creciendo de forma progresiva tanto el volumen emitido como el número de emisiones en el año. En 2019 (hasta octubre), el volumen emitido se aproxima a los 9.000 millones de euros, a través de quince emisiones llevadas a cabo por doce emisores distintos. El volumen medio por emisión se eleva ya hasta los 600 millones de euros.

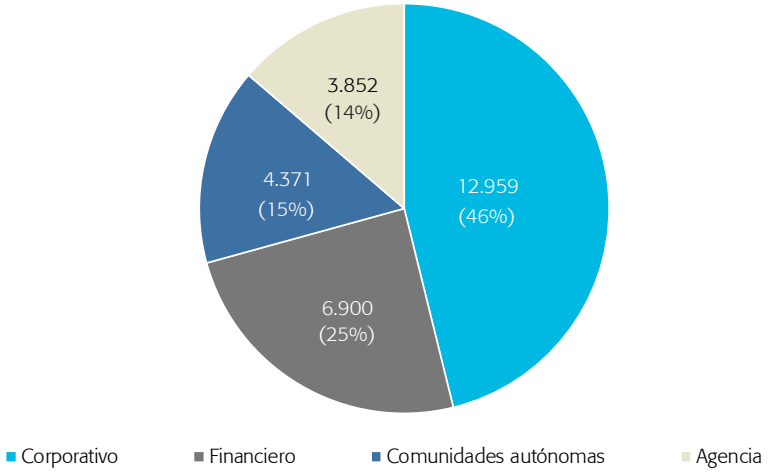
Los emisores españoles están adquiriendo un papel muy relevante en el mercado de bonos verdes, sociales y/o sostenibles. Una mayor implicación por parte de los bancos centrales para favorecer la proliferación de estos instrumentos junto con un número creciente de fondos de inversión ASG ayudará a que la importancia de este segmento vaya en aumento.

Una peculiaridad del mercado español es que las emisiones verdes no copan tanto el mercado y las emisiones sociales y sostenibles tienen un peso relevante sobre el total. Desde 2018 el peso de estas últimas supera el 35% sobre el total, mientras que a nivel europeo su importancia es muy inferior,

Gráfico 11

Distribución del volumen emitido de bonos verdes, sociales y sostenibles 2014-2019*

(Millones de euros y porcentaje sobre el total)



* Hasta octubre de 2019.

Fuente: Bloomberg, Afi.

con niveles ligeramente superiores al 15%. Ello se debe a que algunos de los em isores mas relevantes en este mercado en España son las comunidades autónomas y el ICO, que son agentes cuya actividad es fundamentalmente social.

Por otro lado, en el gráfico 11 también se observa cierta sobrerrepresentación del sector corporativo si se compara con la estructura de emisión sectorial en España, donde el peso de las empresas no financieras es muy inferior. Esto se debe a que una de las mayores compañías del sector de la energía, que ha llegado a ser líder mundial en captación de financiación verde, ha emitido casi 10.000 millones de euros de bonos verdes.

En cuanto a la tipología de bonos emitidos, la actividad emisora no se ha constreñido a deuda sénior *unsecured*. Por ejemplo, uno de los mayores bancos españoles ha emitido varias referencias de deuda sénior *non preferred* y una gran compañía eléctrica desde 2017 todos los años ha emitido referencias verdes de deuda subordinada.

Por tanto, este es un mercado cuya diversidad, tanto por tipo de emisores como de emisiones, va a aumentar y su importancia dentro del universo de la renta fija va a ser creciente. Algunos factores que apoyarán esta tendencia serán una mayor implicación por parte de los bancos centrales para favorecer la proliferación de este tipo de financiación y, por otro lado, cada vez existe un mayor número de fondos de inversión que en sus decisiones de inversión incluye criterios relacionados con factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG).

Conclusión

Existe una confluencia de factores que deberían favorecer que continuase el buen comportamiento en el mercado primario de emisiones de deuda bancaria y de emisores corporativos:

- Tipos de interés muy bajos con una alta probabilidad de que se mantengan en los niveles actuales un periodo prolongado de tiempo.
- Elevada liquidez que, además, acarrea un coste en el actual entorno de tipos negativos y lleva a los inversores a asumir mayor riesgo de crédito.

- Las entidades financieras deben continuar emitiendo para cubrir los requisitos de capital (pasivos con capacidad de absorción de pérdidas) que les exige el regulador.

- Una tendencia, lenta pero creciente, hacia la financiaciación en mercados de capitales que supone la incorporación de nuevos emisores.

- Nuevas formas de financiación, como las alternativas sostenibles, que pueden llevar a algunos emisores a financiar estos proyectos a través de bonos verdes, sociales y/o sostenibles en vez de con crédito bancario.

No obstante, es condición necesaria para que esto se produzca que se disipen las dudas cíclicas y la elevada incertidumbre. A este fin podría ayudar la expectativa de futuro apoyo fiscal por parte de los gobiernos europeos si la situación lo requiere, en un momento donde la política monetaria muestra síntomas de claro agotamiento.