

¿Han aprovechado las empresas las tasas de interés bajas para obtener financiación barata?

Las sociedades no financieras han incrementado notablemente su emisión de bonos tras la crisis financiera global. Las ventas netas de bonos y pagarés por parte de estas sociedades creció desde un promedio cercano a 30 000 millones de dólares al año entre 2001 y 2006 a casi 70 000 millones en el periodo 2010–12 (Gráfico A, línea azul en el panel izquierdo)①. A finales de marzo de 2013, la emisión neta acumulada en los doce meses anteriores se situó justo por debajo de los 100 000 millones de dólares, el máximo histórico registrado. Una proporción significativa de la emisión por parte de sociedades no financieras corrió a cargo de empresas con calificación inferior al grado de inversión. En los doce meses hasta finales de marzo de 2013, las empresas con calificación BBB- o inferior obtuvieron 29 000 millones de dólares (bruto) en el mercado de bonos (Gráfico A, áreas sombreadas en el panel izquierdo) o 19% del total de la emisión bruta por parte de entidades no financieras. En términos absolutos, se trata de la mayor emisión jamás registrada, aunque en términos relativos no llega al 25% alcanzado por el segmento de alta rentabilidad a finales de 2006/principios de 2007 y del 23% a principios de 2011.

El incremento en la emisión por sociedades no financieras fue el contrapunto de la contracción de la emisión por entidades financieras. Las ventas netas de bonos y pagarés por instituciones financieras de todo el mundo alcanzaron su máximo de algo más de 400 000 millones de dólares en los 12 meses hasta finales de mayo de 2006 y luego cayeron hasta situarse en la franja de los 150 000 – 200 000 millones de dólares anuales entre 2008 y 2012. En los 12 meses anteriores a marzo de 2013, la emisión neta por parte de instituciones financieras se situó en apenas 32 000 millones de dólares, el nivel más bajo en más de una década.

El incremento de la emisión de bonos por las sociedades no financieras durante la crisis financiera y poco después de la misma fue, al menos en parte, una reacción ante la reducida disponibilidad de financiación bancaria, pero este factor parece haber perdido importancia últimamente. El préstamo sindicado, un sustituto muy cercano de la emisión de bonos, se contrajo drásticamente en 2008 y 2009, pero comenzó a aumentar de nuevo a finales de 2010 (Gráfico A, panel derecho). El número de nuevas líneas de crédito firmadas tocó techo a finales de 2011, pero el continuo crecimiento de la financiación a empresas con baja calificación sugiere que esta evolución seguramente se debió a una menor demanda de este tipo de financiación por parte de empresas con calificación de grado de inversión y no a una menor oferta de fondos.

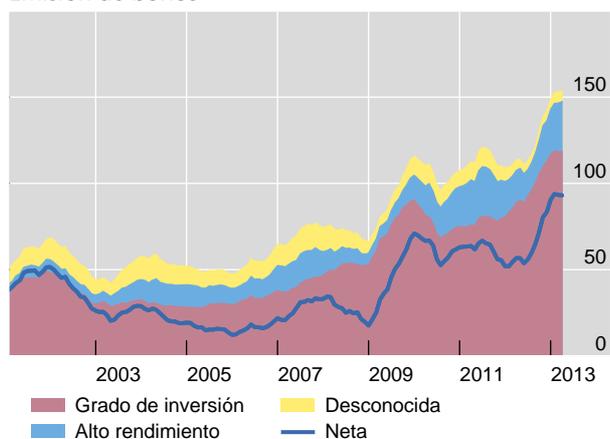
① Los datos sobre volúmenes abarcan emisiones internacionales y nacionales sindicadas por bancos internacionales.

Financiación de sociedades no financieras¹

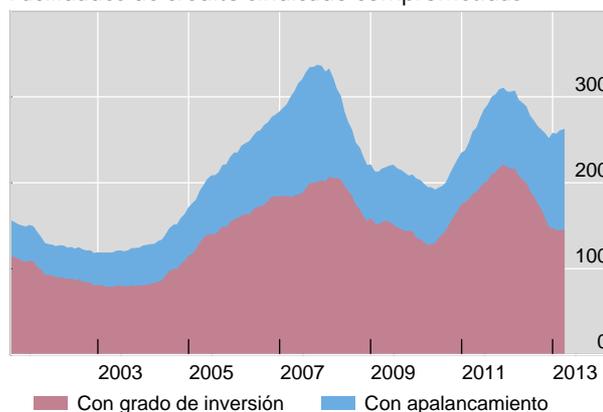
En miles de millones de dólares de EEUU

Gráfico A

Emisión de bonos



Facilidades de crédito sindicado comprometidas



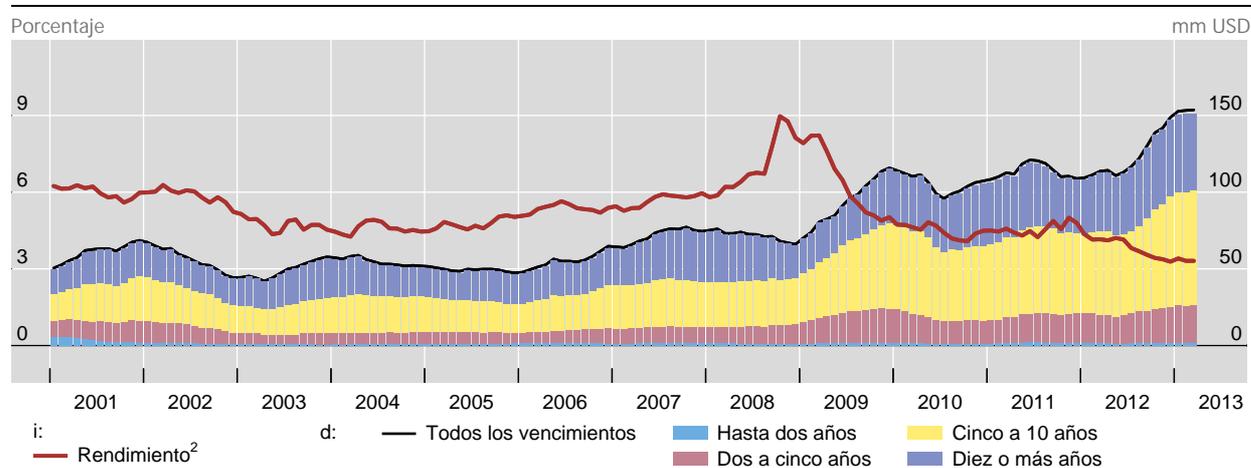
¹ Media móvil de doce meses.

Fuentes: Dealogic; cálculos del BPI.

Aunque las empresas que obtienen financiación en el mercado de préstamos sindicados tienden a ser más pequeñas que las que emiten bonos propios, existe cierto solapamiento entre ambos mercados. Así pues, una posible explicación de la tendencia hacia la emisión de bonos en detrimento de los préstamos sindicados podría ser que las empresas estén aprovechando las bajas tasas de interés para asegurarse condiciones de financiación favorables. Las rentabilidades de los bonos corporativos se dispararon durante la crisis, para volver luego rápidamente a niveles mínimos sin precedente (Gráfico B). Los préstamos sindicados tienden a pagar tasas de interés variables mientras que los cupones de bonos corporativos suelen ser fijos, lo que permite a los emisores fijar tasas bajas. Esta hipótesis también queda respaldada por el hecho de que la mayor parte de la emisión realizada por entidades no financieras fuera a largo plazo. Más de un tercio de la emisión total de bonos emitidos en 2010 y años posteriores tenían vencimientos a diez años o más, y casi la mitad tenían vencimientos entre cinco y diez años. Ahora bien, esta distribución de vencimientos no es en absoluto infrecuente y la proporción de bonos corporativos a muy largo plazo es de hecho menor de lo que era en los años inmediatamente anteriores a la crisis, cuando fluctuaba en torno al 40%. Todo esto corrobora solo en parte la hipótesis de que el sector empresarial no financiero haya aprovechado las bajas tasas de interés para garantizarse una financiación barata a largo plazo.

Emisión de bonos por vencimiento original¹

Gráfico B



¹ Emisiones de sociedades no financieras en cualquier mercado. ² Tasa interna de rendimiento (YTM); índice Bank of America Merrill Lynch Global Broad Market Corporate High Yield.

Fuentes: Bank of America Merrill Lynch; Dealogic; cálculos del BPI.