Las tendencias del mercado en relación con los bonos corporativos, riesgos emergentes y política monetaria. Boletín Internacional de noviembre de 2020.

La OCDE ha publicado un informe sobre las fortalezas y debilidades que desempeñan los bonos corporativos en la financiación del tejido productivo así como sobre los riesgos emergentes y la influencia de la política monetaria en este tipo de actividades. Se afirma en este informe que este tipo de financiación está condicionado directamente por la evolución de la economía, con sus distintas fases expansivas o restrictivas, lo que, a su vez, condiciona la naturaleza, el contenido y las características de este tipo de emisiones.

La política expansiva monetaria, con una política cuantitativa acelerada por los distintos Bancos Centrales, y una especial incidencia en el ejercicio de 2019, fomentó que las compañías no financieras a escala global asumieran empréstitos por importe de 2.1 trillones de dólares (USD) en forma de bonos corporativos ("*corporate bonds*"), lo que supone un elevado incremento en comparación con los ejercicios precedentes.

Los reguladores, ante estos incrementos inesperados, necesitan reflexionar sobre el contenido y características de las futuras y nuevas emisiones de bonos corporativos, ya que pudieran encontrarse con emisiones de menor calidad crediticia, mayores contrapartidas, mayores períodos de vencimiento y menores garantías de cumplimento.

La existencia de bajos tipos de interés ha permitido a las compañías, en general, incrementar sus niveles de empréstito manteniendo el denominado nivel "BBB" de endeudamiento -categorización débil históricamente considerada-, el cual supone más del 52% de las nuevas emisiones de bonos efectuadas.

Los aspectos más significativos que deben ser analizados, entre otros, son los siguientes:

a) La emisión de bonos corporativos ha experimentado un gran incremento ininterrumpido desde el ejercicio de 2008 hasta el del 2018, alcanzando un importe de 1.8 trillones de dólares (USD) de media anual. La subida de los intereses determinó una disminución significativa de este tipo de emisiones durante la segunda mitad del ejercicio de 2018. El anuncio posterior de los Bancos Centrales de expandir y no congelar la política monetaria cuantitativa, incluyendo la compra directa de bonos corporativos, impulsó de nuevo la emisión y compra de este tipo de financiación hasta niveles anteriores a los del ejercicio de 2019.

b) La disminución de la calidad crediticia de los bonos corporativos. Desde el ejercicio de 2010 un 20% de los bonos corporativos tenía las características de "*non-investment grade*", pero en 2019 el porcentaje ascendió hasta umbrales cercanos al 25%.

Durante el ejercicio de 2019 el saldo vivo de los bonos corporativos de entidades no financieras alcanzó 13.5 trillones de euros. La mayoría de las emisiones tienen la clasificación "BBB", no tienen "*investment grade*" o proceden de corporaciones de países emergentes.

En 2019 solamente el 30% de los saldos vivos de los bonos emitidos por corporaciones no financieras ostentaban una calificación "A" o superior, siendo su procedencia las economías más avanzadas.

c) El período de vencimiento se ha incrementado considerablemente. Durante los últimos cinco años el período de vencimiento ha sido de 12,4 años, comparado con los 9,4 años de principios de 2000. En 2019 el periodo de vencimiento medio fue de 13 años.

d) La combinación de mayores períodos de vencimiento y de peores condiciones crediticias genera un mayor riesgo y una mayor vulnerabilidad potencial para la política monetaria. El riesgo de incumplimiento se incrementa con los efectos desestabilizadores que ello conlleva.

e) Las colocaciones de este tipo de emisiones se producen principalmente entre los denominados "*major*

bondholders", tales como los fondos de pensiones, las compañías de seguros y los fondos de inversión que se encuentran directamente influenciados por las agencias de calificación crediticia. La regulación en muchas jurisdicciones condiciona los umbrales cuantitativos de inversión en este tipo de instrumentos financieros en función de la calificación otorgada por estas agencias.

g) El incremento significativo de la clasificación "BBB" en los bonos corporativos evaluados parece reflejar que las agencias de calificación crediticia son conscientes de que una calificación inferior limita la inversión de los intermediarios financieros mencionados anteriormente.

h) El contenido de los portfolios de los inversores institucionales está determinado por la regulación y por las calificaciones crediticias otorgadas a los distintos instrumentos financieros. La excesiva clasificación como "BBB" coloca a muchas emisiones en el límite entre lo que es susceptible o no susceptible de inversión, lo que genera un estrés considerable para las emisiones vivas existentes.

Una de las cuestiones más controvertidas se refiere al proceso de asignación de la calificación crediticia, que comienza con una solicitud por parte del emisor o es iniciada de oficio por la agencia de calificación crediticia correspondiente. Algunos economistas han criticado la relajación de estas agencias en épocas de bonanza y de crecimiento económico, la disminución de los riesgos de incumplimiento ("*default*") aminora la interpretación y rigidez de los filtros de control.

Lo cierto es que el análisis efectuado por las agencias de calificación crediticia se sustenta básicamente en métodos estadísticos. Es importante enfatizar que tanto el apalancamiento "*leverage*", como el denominado "*coverage factor*" (cobertura) son los factores más críticos en el proceso de asignación de una calificación crediticia. De hecho, estos dos factores constituyen el 25% del peso de la balanza que determina la calificación crediticia otorgada a un instrumento financiero.

La política monetaria y las tendencias en los bonos corporativos emitidos por las compañías no financieras

Tal y como se ha señalado anteriormente, las emisiones de bonos corporativos se ha incrementado considerablemente. Los fondos de inversión han incrementado su participación en las emisiones de bonos corporativos, especialmente en Japón y el Reino Unido con incrementos porcentuales en el ejercicio de 2018 desde 2,4% hasta 3,7% en términos absolutos.

En EE.UU. los fondos de inversión han incrementado su participación desde el 9,9% en 2008 hasta el 27,7% en 2018. En Europa los fondos de inversión ostentan la titularidad de más de la cuarta parte de los bonos corporativos existentes y son los tenedores más importantes de este tipo de instrumentos financieros. En Japón los fondos de inversión ostentan más del 3,8% del saldo vivo de los bonos corporativos emitidos por sus emisores nacionales.

En relación con los denominados "*mutual funds*", en EE.UU. la participación en bonos corporativos se ha incrementado desde 720 billones dólares (USD) en 2008 hasta 2 trillones de dólares en el ejercicio de 2018.

Los fondos cotizados (ETFs -*Exchange Traded Funds*-) también han incrementado su participación en los bonos corporativos desde 32 billones de dólares (USD) en 2008 hasta 420 billones en 2018.

La explicación que subyace en este particular activismo de los ETFs como titulares de bonos corporativos es la prevalencia de las estrategias pasivas de inversión. En épocas con bajos tipos de interés, como son los períodos subsiguientes a las crisis financieras, el incremento de la gestión pasiva es significativo, ya que en períodos de normalidad está asentado el sentimiento colectivo de que las estrategias pasivas son menos rentables que las gestiones activas de carteras.

En relación con la política legislativa, el incremento de los bonos corporativos como destino final de las inversiones en los portfolios de los principales inversores institucionales, especialmente de los fondos de inversión, pudiera generar potenciales efectos desestabilizadores, especialmente en épocas de recesión económica y de iliquidez sobrevenida.

El FSB ("*Financial Stability Board*") ha emitido específicas recomendaciones para afrontar hipotéticas vulnerabilidades estructurales derivadas de las actividades de gestión de carteras (FSB 2017).

Autoridades supervisoras como la inglesa FCA, la francesa AMF y la de Hong Kong han actualizado su regulación en relación con el denominado "*risk management system*" de los denominados inversores institucionales. Actualmente, en IOSCO -el *Assessment Committee-*, se están elaborando evaluaciones inter-pares ("*peer reviews*") para analizar esta problemática en todas y cada una de las jurisdicciones afectadas.

Una última reflexión del informe identifica un trasvase de la contratación de los bonos corporativos desde los denominados *"over-the-counter market"* a través de "*dealers*" hacia una contratación en las plataformas electrónicas de contratación. Los nuevos requisitos exigidos a los "*dealers*" para identificar y gestionar los riesgos existentes deriva de regulaciones como Basilea III y la denominada *Volcker Rule*.

CONCLUSIONES

Los bonos corporativos son un destino importante de la inversión, especialmente de los inversores institucionales. En períodos expansivos, se han detectado prácticas más permisivas de supervisión y calificación crediticia con la emisión y colocación de este tipo de instrumentos financieros.

La política normativa debe tratar de evitar episodios de inestabilidad y de turbulencias en relación con el riesgo sistémico que este tipo de actividades pudiera generar. La liquidez y la debida asunción de riesgos por parte de los inversores deberán ir acompañadas de una adecuada supervisión y calificación crediticia. La protección de los inversores y la estabilidad financiera así lo aconsejan.

La OCDE remarca que los ratios de apalancamiento (endeudamiento) de las empresas con calificación crediticia superior a BBB (*investment grade*) son mucho más elevados que los de hace una década. Esta situación puede dar lugar a una bajada significativa de sus calificaciones en el caso de que exista un incremento de los tipos de interés o deterioro económico que conduzca a unos menores beneficios.

E**nlace de interés:**

Informe de la OCDE sobre las tendencias del mercado en relación con los bonos corporativos, riesgos emergentes y política monetaria