



CUADRO DE MANDO Financiero

Miguel Arregui

Primeros síntomas de apertura del mercado primario ¿sostenible?

Puntos destacados

- La aprobación del mecanismo de rescate europeo (EFSF) por parte de los Parlamentos europeos ha favorecido la reducción de la prima de riesgo cotizada por los mercados financieros.
- Muestra de ello ha sido la reducción de los diferenciales de crédito corporativo en euros. Asimismo, ha sido suficiente como para generar de nuevo un flujo de emisiones considerables en el mercado primario de emisores corporativos.
- Sin sorpresas negativas desde el frente político-institucional, cabría esperar que esta tendencia persistiese. Sin embargo, advertimos de dos riesgos.
- El primero, la menor actividad del Eurosistema como comprador de deuda soberana en las últimas semanas. En la medida en la que los tipos de financiación del soberano son un umbral mínimo para la mayoría de las empresas de ese país, el repunte de tipos del Tesoro vinculado al menor volumen de compras del Eurosistema podría tener derivadas negativas sobre el resto de agentes españoles.
- Por otra parte, las necesidades de recapitalización del sector bancario podrían derivar en un *credit crunch* o escenario de reducción del crédito concedido al sector privado. Esta restricción generaría una ralentización en la actividad económica, lo cual produciría a su vez un nuevo cierre del mercado primario para el sector corporativo derivado del «efecto expulsión» en un escenario de elevada emisión de deuda bancaria en Europa en 2012.



[iStockphoto]/Thinkstock.

Aunque sin grandes alardes, el mercado primario vuelve a abrirse para entidades no financieras europeas. En las últimas semanas, Telecom Italia e Iberdrola han sido dos de las últimas empresas europeas en colocar deuda en los mercados mayoristas.

La menor presión soportada por los activos de riesgo, toda vez que el EFSF (mecanismo de rescate europeo) ha sido aprobado, ha favorecido su buena evolución. Los diferenciales de crédito corporativo son un ejemplo.

Desde los máximos de finales de septiembre, los *spreads* de deuda no financiera en euros se han reducido cerca de un 12% tanto en el segmento de investment grade como de *high yield*. Sin sorpresas desde el frente político, esta tendencia es susceptible de continuar ::

Sin embargo, hay dos elementos de riesgo a este escenario de apertura del mercado primario. Uno de ellos es la reducción del importe de compras de deuda pública del BCE. Por segunda semana consecutiva, las esterilizaciones por la compra de deuda soberana del programa SMP del BCE apenas han superado los 2.000 millones de euros.

A la espera de que el EFSF pueda comenzar a operar bajo sus nuevas atribuciones, el BCE parece reducir su apoyo a los mercados por esta vía.

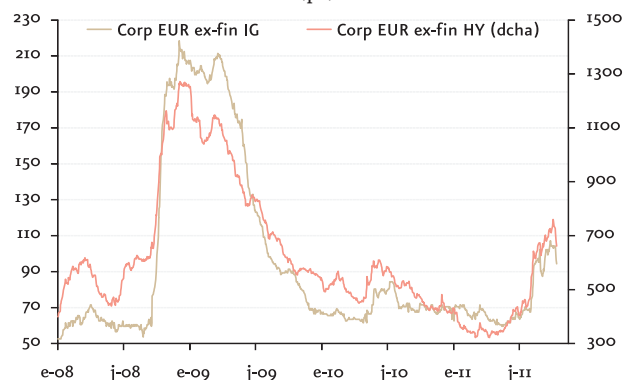
Esta reducción es un elemento de riesgo para la reducción de *spreads* ESP-ALE. Y, en la medida en la que esto suceda, es también un elemento de incertidumbre para la senda de reducción de diferenciales corporativos observada recientemente ::

El segundo elemento de riesgo es la posible reducción del crédito concedido al sector privado.

Las necesidades de recapitalización del sector bancario europeo -que, según diversas estimaciones y diferentes escenarios, podrían rondar los 120.000-300.000 millones de euros- en un contexto de reducida demanda de capital bancario y de restricción crediticia, podrían generar un adelgazamiento de los balances de los bancos. Una alternativa que casi con toda seguridad supondría una reducción más acusada del crédito concedido al sector corporativo.

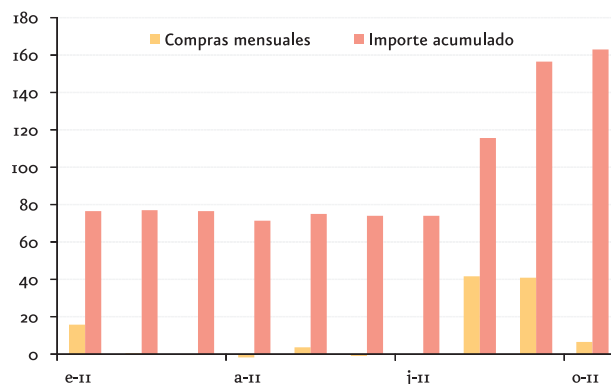
De producirse este *credit crunch*, los efectos sobre el crecimiento serían negativos, máxime en un contexto en el que el sector público no puede incrementar su endeudamiento. Además, las empresas con capacidad para apelar a los mercados mayoristas tendrían que hacer frente a la competencia por la captación de liquidez en unos mercados saturados de deuda bancaria ::

Diferenciales de deuda corporativa EUR IG y HY ex financieros (pb)



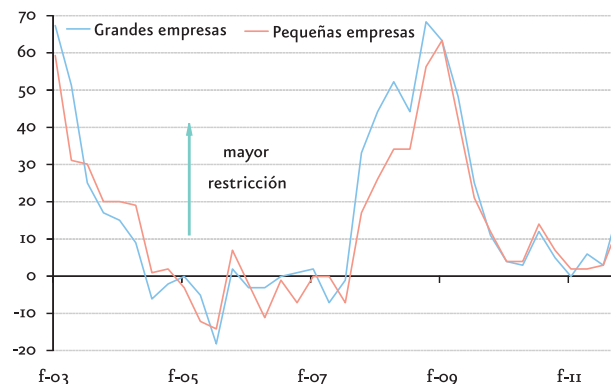
Fuente: elaboración propia y Merrill Lynch.

Compras del programa SMP del Eurosistema (miles de millones de euros)*



* Importe estimado a través de las esterilizaciones realizadas por el BCE.
Fuente: elaboración propia a partir de BCE.

Encuestas de concesión de crédito en el área euro



Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.