

LA DEUDA DEL ESTADO EN NO RESIDENTES: EFECTOS

Analistas Financieros Internacionales

La cartera de deuda del Estado en poder de inversores no residentes no ha dejado de ascender en los últimos meses, a pesar de las turbulencias cambiarias. El comportamiento de la inversión exterior en el mercado español parecería haber desmentido así la tesis según la cual la gradual adquisición por parte de ésta de un significativo porcentaje del saldo de deuda pública durante el año 1991 y la primera mitad de 1992 (en menor medida) se convertiría en un factor de inestabilidad adicional cuando se alteraran las expectativas cambiarias de estos inversores. En esta nota analizaremos lo sucedido con el saldo vivo de deuda del Estado en manos de no residentes, que semanal y puntualmente publica la Central de Anotaciones, desde que comenzaron a cambiar las expectativas sobre la peseta en junio de 1992 hasta nuestros días, con el fin de extraer algunas conclusiones macroeconómicas de interés, así como algunas consideraciones institucionales sobre el mercado doméstico de deuda anotada.

El peso y el papel de la inversión exterior.

El mercado financiero más importante en tamaño en nuestro país es el de deuda del Estado: el volumen total de transacciones de su mercado secundario al contado alcanzó en 1992 una media diaria de 240 m.m.; su estructura institucional y su infraestructura técnica lo sitúan en la vanguardia de los más desarrollados; y, finalmente, es un foro eficiente para la formación de los precios, en los que subyacen tipos de interés que sirven de referencia al conjunto de los mercados de capitales. En 1991, el mercado de deuda fue objeto de un cambio estructural. La eliminación de trabas burocráticas y fiscales -que aún después de la liberalización de los movimientos de capital seguían dificultando la inversión de los grandes gestores de carteras internacionales-, gracias a (1) la exención fiscal de las rentas obtenidas por la inversión en deuda española de los no residentes, desde el inicio de 1991, y a (2) la devolución automática de las retenciones practicadas sobre los cupones, unos meses después, sentó las bases para un desarrollo amplio de la inversión exterior⁽¹⁾.

Las expectativas de convergencia que alimentaba, en el contexto de optimismo sobre la unión europea previo a la firma del Tratado de Maastricht, un claro "exceso de credibilidad" de que gozaba la política económica española, impulsaron la absorción por los no residentes de espectaculares volúmenes de bonos y obligaciones del Estado español a lo largo de 1991. Si al inicio de este año, el peso de los no residentes en el saldo vivo de deuda a medio y largo plazo era de sólo un 10%, al final del año se había triplicado. Hoy, el saldo vivo de deuda en poder de no residentes asciende a 3805,3 m.m. (al 16 de julio), lo que supone un 34,1% del saldo total en Terceros.

(1) Véase I. Ezquiaga, "El cambio estructural del mercado de deuda del Estado", *Papeles de Economía Española*, núm. 49

El proceso de internacionalización de la deuda pública española -que lo sucedido desde junio de 1992 avala como irreversible- ha supuesto un "cambio estructural" para el mercado, al menos, por tres razones: (1) ha transformado el proceso de formación de precios, haciendo del tipo de cambio un factor mucho más decisivo que en el pasado, al afectar directamente a las rentabilidades esperadas de una porción relevante del mercado; (2) se ha constituido como el casi único factor de desarrollo del segmento a largo plazo del mercado, ante la insuficiencia cuantitativa de la inversión institucional genuinamente doméstica en nuestro país; y (3) ha ampliado el tamaño del mercado de operaciones al contado a vencimiento, antes subdesarrollado, y ha permitido un avance sin precedentes, indirecta y, en menor medida, directamente, del mercado de derivados de MEFF-Renta Fija⁽²⁾.

No obstante, el elevado peso de estos inversores no residentes también ha tenido consecuencias de carácter institucional, algunas no tan positivas para el mercado español. En primer lugar, ha puesto a prueba la hegemonía del segmento de las transacciones entre Miembros o Titulares -condición a la que no pueden acceder los no residentes- como núcleo central en la formación de precios, al generarse un relevante submercado "entre Terceros" no residentes, que sólo nominalmente pertenece al Sistema de Anotaciones en Cuenta, y que fundamenta su actividad en los sistemas de negociación del mercado de eurobonos -Londres-. En segundo lugar, el desarrollo de la inversión exterior ha permitido sólo muy parcialmente el crecimiento de la actividad comercial de las entidades gestoras domésticas, teóricamente, las encargadas de ofrecer el servicio de custodia en la Central de Anotaciones. Según estimaciones del Banco de España, nada menos que un 75% del saldo vivo de los no residentes estaba en septiembre pasado depositado en Euroclear y Cedel, sistemas en los que estos inversores liquidan y compensan sus operaciones con deuda española. Más recientemente, a lo largo de 1993, este porcentaje ha debido reducirse, gracias al efecto sobre los depósitos de la operatoria en simultáneas, hasta un 57%.

La conexión o puente entre el sistema doméstico y estos sistemas externos se realiza a través de las dos únicas entidades españolas con cuenta propia en estos últimos. Los clientes de entidades españolas que a pesar de la eficacia del sistema de liquidación doméstico prefieren -generalmente por coste, al generar economías de escala- mantener sus saldos depositados en Euroclear o Cedel, "pertenecen" nominalmente a las cuentas de Terceros de estas dos entidades en la Central, que "custodian" así los saldos de las demás entidades españolas. Como ejemplo del peso que han alcanzado estos sistemas externos, baste señalar el efecto "contagio" que han provocado en las costumbres del mercado doméstico: mientras en el pasado, antes de 1991, en el mercado al contado eran las operaciones con "valor el mismo día" las más frecuentes -gracias al eficaz sistema de entrega contra pago de la Central-, hoy lo normal es la operatoria con "valor semana", la hegemónica en los euromercados.

Comportamiento reciente: junio de 1992 a junio de 1993.

El saldo vivo de deuda pública en poder de los no residentes, que como es conocido se concentra en los bonos y las obligaciones, observó un máximo de algo más de 2,5 billones de pesetas justo antes del primer referéndum de ratificación del Tratado de la Unión Europea. Después, en los meses de agosto a octubre de 1992, tuvo lugar un descenso importante del saldo -unos 700 m.m.-, generado fundamentalmente tras las medidas "anti-especulación" de la circular 17/92 del Banco de España. Aunque aun no habían desaparecido las tensiones contra la

(2) Véase I. Ezquiaga (dir.), "Los mercados de deuda pública ante la UEM", Ministerio de Economía y Hacienda, 1993.

peseta, el descenso del saldo "tocó fondo" en los meses de noviembre y diciembre, para más tarde, a lo largo de toda la primera mitad de 1993 recuperar el nivel perdido en el semestre anterior e incluso sobrepasarlo para marcar nuevos máximos.

Esta evolución pone de manifiesto la importancia de un análisis contextualizado del saldo de los no residentes que publica la Central de Anotaciones. Este es el resultado neto de cuatro tipos de operaciones que pueden realizar los no residentes:

1) Las compras a vencimiento de deuda aumentan, lógicamente, el saldo y las ventas lo reducen, ya sean al contado ya a plazo. Estas operaciones constituyen la casi totalidad del saldo.

2) Las compras simultáneas y de repos aumentan el saldo, mientras las ventas simultáneas y cesiones repo, que financian las carteras, lo reducen.

Las operaciones de compra o de venta llamadas "simultáneas" -que no son sino repos con un tratamiento contable específico que obliga a valorar a precios de mercado el colateral y que permite la "venta en corto"- afectan pues al saldo de Terceros no residentes que publica la Central de Anotaciones. Se trata éste de un saldo neto de cesiones repo -de importancia marginal- y neto de simultáneas, de importancia desde finales de 1992 muy relevante. Según estimaciones del Banco de España⁽³⁾, a mediados de mayo de 1993 el saldo de deuda vendido por los no residentes en simultáneas alcanzaba el billón de pesetas. Es decir, de los 3,2 billones a que se eleva la cartera a vencimiento de estos inversores, habría que añadir un billón, financiado en simultáneas a corto plazo.

Aunque no se publican datos directos, es muy probable que este saldo de simultáneas sea un fenómeno reciente. El fuerte crecimiento de la negociación de simultáneas en el mercado entre Titulares de cuenta en la Central que ha tenido lugar desde septiembre de 1992 y sobre todo a lo largo de lo transcurrido de en 1993, podría ser el reflejo de un acceso creciente de los no residentes a una forma de financiación de sus posiciones en pesetas menos costosa que el mercado de depósitos en europesetas, por el lógico diferencial depo-simultánea. Estos inversores habrían "aprendido el camino" de las simultáneas a raíz de las limitaciones que la circular anti-especulación supuso para la financiación en eurodepósitos, convirtiéndose el proceso de traslado de sus posiciones cortas hacia el mercado doméstico en irreversible gracias a sus ventajas en coste.

El importante saldo de simultáneas implícito en las cifras de la Central indica que en peso de la cartera en firme los no residentes en el mercado a vencimiento es muy superior al que éstas reflejan. Ello explica el fuerte ascenso de las carteras netas de las entidades financieras, que son las instituciones que han venido financiando las posiciones de los no residentes con simultáneas. En definitiva, si por alguna razón éstos dejaran vencer sus simultáneas sin renovación, el saldo neto publicado por la Central aumentaría en un billón de pesetas, pasando de 3,2 a 4,2 billones.

Conclusiones.

Desde un punto de vista macroeconómico, el saldo vivo de deuda del Estado en manos de no residentes que publica la Central de Anotaciones no puede considerarse como el indicador más

⁽³⁾ Véase J. Santillán, "La inversión exterior en los mercados de deuda pública: el caso español", *Boletín Económico del BE*, mayo de 1993.

apropiado de la confianza exterior en la peseta, aunque sí pone de manifiesto la creciente internacionalización del mercado de bonos y obligaciones del Estado y, en este sentido, la confianza de los no residentes en los valores españoles. Lo sucedido desde junio de 1992 muestra un cambio estructural en las vías de cobertura del riesgo de cambio por parte de estos inversores, desde las posiciones cortas en eurodepósitos hacia las simultáneas, que ha permitido el seguimiento por parte de éstos de estrategias, sobre todo desde el inicio de 1993, que apostaban por el descenso de los tipos de interés en nuestro país -por plusvalías en los bonos, por tanto-, y al mismo tiempo por la caída de la peseta (comprar bonos y vender pesetas).

La existencia hoy de un saldo de más de un billón de pesetas en posiciones cortas en simultáneas en las carteras de los no residentes contra los residentes -al que hay que añadir el de otras vías de cobertura del riesgo de cambio, como los eurodepósitos- pone de manifiesto la fuerte apuesta alcista de los no residentes para los bonos; **una apuesta que no ha implicado necesariamente, antes al contrario, confianza en la peseta.** Además, ha provocado, como consecuencia derivada -al surgir una nueva fuerza en el mercado por el lado de la venta-, un estrechamiento estructural de los diferenciales entre los tipos de los depósitos interbancarios y los de las simultáneas. Es difícil saber si estas simultáneas -y los eurodepósitos- que financian las carteras no residentes son una posición corta estructural o una jugada coyuntural sobre la curva (una apuesta sobre su positivación). Nosotros nos inclinamos más por pensar que son un indicador de falta de confianza en la peseta y que, por tanto, podrían ser coyunturales.

Desde un punto de vista institucional, parece evidente que el hecho de que el porcentaje del saldo depositado en Euroclear o Cedel se haya mantenido en elevados niveles -estable en torno al 75% antes del boom de las simultáneas-, aunque más recientemente haya sido sensible al avance de la operatoria doméstica en simultáneas entre residentes y no residentes -para reducirse hasta el 57%-, pone de manifiesto la necesidad de cambios en la estrategia comercial de muchas entidades gestoras y/o la apertura a los no residentes de la condición de Miembro del mercado, si se pretende que éstos depositen, como sería deseable para el desarrollo de nuestro mercado, sus saldos en el sistema doméstico.

SALDOS VIVOS DE BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO
(Estimaciones en m.m. al 20 de junio de 1993)

	Carteras netas ⁽¹⁾	Cartera bruta estimada ⁽²⁾
Sector residente	7.821,9	6.821,9
Sector no residente	3.420,2	4.420,2
Saldo en circulación	11.242,1	11.242,1

⁽¹⁾ Netas de compras y ventas en repos y simultáneas.

⁽²⁾ Cartera a vencimiento bajo el supuesto de un billón de ptas. en simultáneas.

FINANCIACION DE LAS NECESIDADES DE ENDEUDAMIENTO DEL ESTADO

	Recurso al B.E.	Letras del Tesoro	Pagarés más Deuda Especial	Deuda a medio y largo plazo	Otros	TOTAL	Porcentaje de "funding"	Pro-memoria	
								Variación	
								cartera no resid.	Porcentaje
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(4)/(6)	(7)	(7)/(6)	
1985	442,1	--	1.135,5	271,3	-144,0	1.704,9	15,91	--	--
1986	-606,7	--	936,7	1.649,5	-472,4	1.507,1	109,45	--	--
1987	-313,5	2.211,1	-496,2	298,1	-195,4	1.504,1	19,82	--	--
1988	-342,0	1.075,6	-159,3	948,1	-37,4	1.485,0	63,85	119,3	8,03
1989	233,3	1.455,4	-375,8	277,3	-515,8	1.074,4	25,81	215,1	20,02
1990	-133,2	1.711,5	-795,7	370,0	273,8	1.426,4	25,94	187,0	13,11
1991	-4,8	417,2	-828,5	1.802,9	176,7	1.563,5	115,31	1.566,7	100,20
1992	-122,3	1.975,4	-1.112,8	1.021,7	643,6	2.405,6	42,47	-336,9	-14,00
Jun-93 ^(e)	800,0	-1.116,2	-689,5	2.979,1	450,0	2.423,4	122,93	1.850,0	76,34

^(e) Estimación propia.

Fuente: I.G.A.E., Boletín Estadístico del Banco de España y Elaboración propia.

VIDA MEDIA EN AÑOS DE LA DEUDA DEL ESTADO NEGOCIABLE
(Según amortizaciones efectuadas)

	Letras del Tesoro	Pagarés del Tesoro	Deuda a medio y largo plazo	Total
1985	--	0,71	3,73	1,29
1986	--	0,83	3,62	1,79
1987	0,50	0,75	2,85	1,34
1988	0,49	0,70	2,18	1,16
1989	0,42	0,78	2,41	1,19
1990	0,44	0,74	2,17	1,08
1991	0,42	0,51	2,88	1,45
1992	0,41	0,14	3,75	1,86
Jun-93 ^(e)	0,54	--	4,50	2,78

^(e) Estimación propia.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España.

GRAFICO NUM. 1
SALDOS DE DEUDA DEL ESTADO

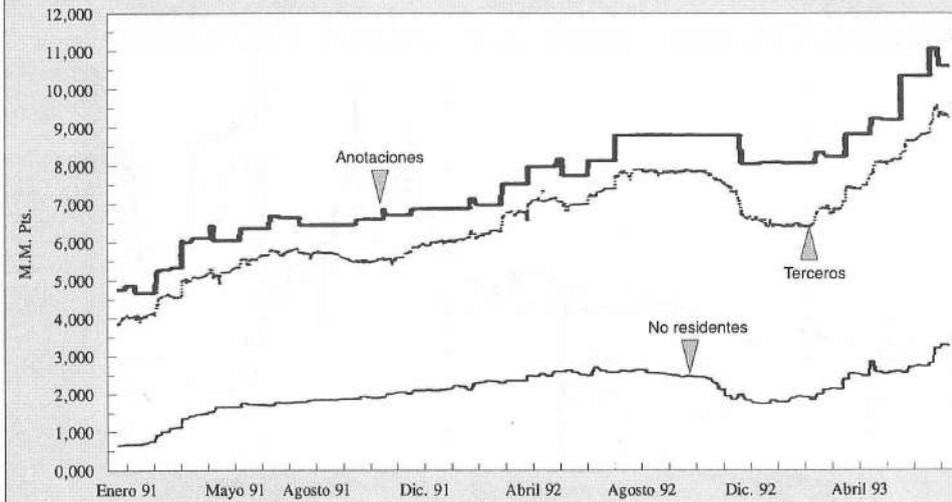


GRAFICO NUM. 2
VOLUMEN DE NEGOCIACION EN DEUDA EN MERCADO SECUNDARIO ENTRE TITULARES

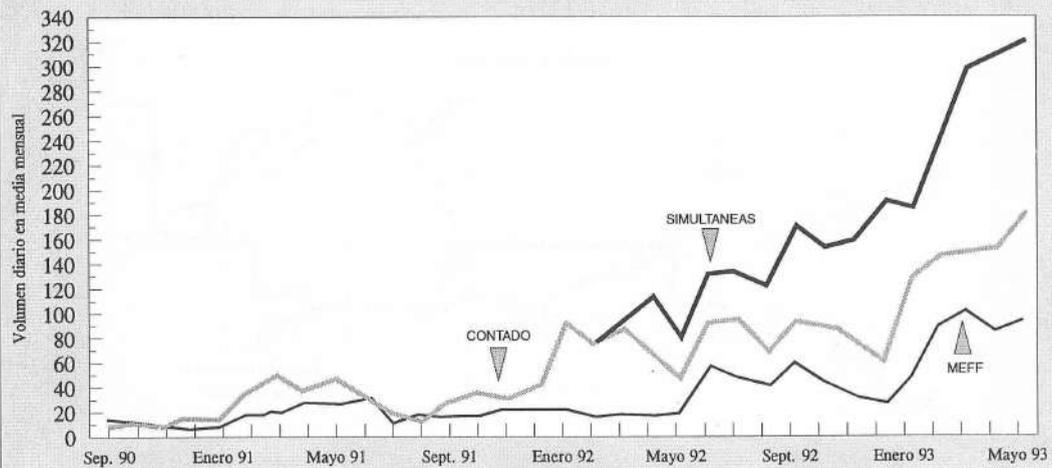


GRAFICO NUM. 3
TIPOS DE INTERES A UN DIA
Simultáneas y depósitos interbancarios

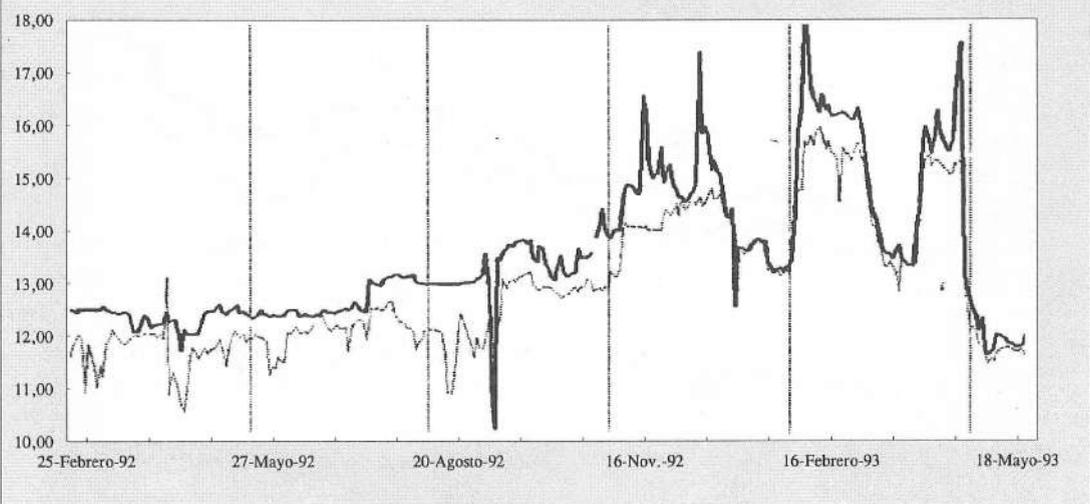


GRAFICO NUM. 4
EVOLUCION DEL SALDO VIVO DE DEUDA PUBLICA (m.m.)

