

LAS CARTERAS DE DEUDA Y LAS PERSPECTIVAS PARA LA FINANCIACION PUBLICA EN 1994

Analistas Financieros Internacionales

La extrema ortodoxia en la financiación de las necesidades de endeudamiento del Estado -pesar de su fuerte ampliación respecto a lo presupuestado inicialmente-, ha avanzado considerablemente durante 1993. **El pasado año se ha cerrado con una holgada situación financiera, en la que el Estado ha conseguido, a través del acceso a los mercados de deuda negociable, un volumen de fondos superior a sus necesidades**, lo que le ha permitido cambiar el signo de su posición frente al Banco de España, situando al Tesoro en una situación más cómoda de cara a 1994. A partir de este año, no le estará permitido superar en ningún momento el volumen de recurso que consolidó a final de 1989 (1.156 M.M.), de acuerdo con la reforma de la Ley General Presupuestaria (art. 101) que incluye la Ley de Presupuestos para 1994. El BE tampoco podrá adquirir deuda del Tesoro directamente de éste, salvo acudiendo a las subastas al precio medio.

La ortodoxia en la cobertura de la necesidad de financiación del Estado no se ha plasmado únicamente en la disminución del recurso al Banco de España, sino también en la consolidación de emisiones de deuda a largo plazo y consiguientemente en el alargamiento de su vida media. Este avance ha sido posible gracias a la expectativa de bajada de tipos de interés presente durante el pasado año, que ha generado perspectivas importantes de ganancias de capital. Este factor ha sido un aliciente que ha atraído un importante volumen de capital extranjero, el cual ha materializado sus posiciones mayoritariamente en deuda a largo plazo.

No obstante, el escenario de 1993 ha estado dominado, aunque en mucha menor medida que en 1992, por riesgos cambiarios, lo que ha provocado que los no residentes hayan buscado financiación en deuda. Dicha financiación se ha consolidado a través de las denominadas "operaciones simultáneas", a través de las cuales los residentes adquieren con pacto de reventa los títulos a largo adquiridos en firme por los extranjeros. Este proceso ha implicado, por tanto, un alargamiento de la vida media de la deuda, sin que haya variado cualitativamente el hábito de inversión de los residentes, que han continuado mostrando su preferencia por el corto plazo.

Cobertura de la necesidad de financiación del Tesoro en 1993.

La necesidad neta de endeudamiento del Estado estimada para 1993 se eleva a 4,389 billones -resultado de una previsión de déficit de caja de 3,987 billones y una variación neta de activos financieros de 402,5 m.m.-. Su cobertura se ha conseguido básicamente con el acceso a los mercados de deuda pública, cuya emisión neta de 6,111 billones, superior a la necesidad de endeudamiento, se estima que ha permitido reducir en torno a 1970 m.m. el recurso del Tesoro al Banco de España. Ello habría supuesto una **sobrefinanciación de 1.049,3 m.m. en el conjunto de 1993**, dado que el nivel del recurso al principio del año se situaba en 920,7 m.m. Considerando el crédito singular de 1.156 m.m. consolidado a final de 1989, el Estado dispondría de un colchón de 2.205 m.m. para el año 1994.

En el conjunto de 1993, la cobertura de la necesidad de endeudamiento del Estado se ha conseguido gracias a la emisión neta de deuda negociable (6,111 billones efectivos). De ella, la emisión de deuda a medio y largo plazo ha sido la principal vía de financiación: ha alcanzado un volumen efectivo de 5.946 m.m. Asimismo ha sido importante la financiación captada a través de letras a un año (3.086,7 m.m.), que ha compensado sobradamente la desfinanciación de 2.900 m.m. en pagarés del Tesoro y letras a tres y seis meses. El resto de la financiación ha procedido de préstamos, interiores y exteriores. Esta ortodoxa financiación del Tesoro en 1993 ha supuesto un aumento considerable del saldo vivo de deuda en circulación, que se elevaba en diciembre a 24.777,8 m.m. (de ellos 10.723,3 m.m. correspondían a letras y 14.054,5 m.m. a deuda a medio y largo plazo), frente a un volumen de deuda existente a final de 1992 de 17.805,2 m.m., de los cuales 9.789,4 m.m. eran letras del Tesoro y 8.015,8 deuda a medio y largo plazo.

Se ha producido, como se observa, una inclinación a favor de una financiación en deuda a más largo plazo. De hecho, la vida media de la deuda se ha elevado a 2,77 años, frente a 1,86 en que se situaba a final de 1992. **La consolidación de emisiones a largo plazo ha coexistido con unas elevadas perspectivas de ganancias de capital generadas por la expectativa bajista de tipos existente durante el año.** Aunque también durante 1993 ha habido tensiones cambiarias, se ha recuperado a partir del segundo semestre un clima de cierta estabilidad cambiaria, dentro del cual este escenario bajista de tipos ha sido posible: el panorama, por lo tanto que se dibujaba a final de 1993 era sustancialmente diferente al de 1992, en que el Estado tuvo que recurrir a la emisión de letras a tres y seis meses, a fin de evitar recurrir al Banco de España, debido a que el contexto de incertidumbre sobre la peseta, y consiguientemente sobre los tipos de interés, no generaba demanda sobre la deuda del Estado a largo plazo.

Es importante señalar el hecho de que, **a pesar de haber sido 1993 un año en que el Tesoro ha conseguido alargar considerablemente la vida media de su deuda** -un 97% de la emisión neta total ha correspondido a bonos y obligaciones-, **no se ha alterado significativamente la estructura de inversión del sector residente, que ha mantenido una actitud conservadora, centrada prioritariamente en el corto plazo, a través de la adquisición vía simultáneas de un volumen considerable de la deuda en firme adquirida por los no residentes.** Este proceso de transformación de la financiación de los no residentes en inversión a corto de los residentes ha sido favorecido, además, por dos factores. El primero se encuentra relacionado con el aumento tan importante que ha registrado el ahorro privado durante el pasado año: este proceso, típico de los ciclos recesivos, se ha desarrollado con una intensidad sin precedentes en España, ante el clima de incertidumbre -consecuencia de la crisis económica-, y el aumento durante el período 1986-92 de la temporalidad en los contratos de trabajo, que ha hecho a los agentes económicos postponer sus decisiones inversión y consumo hasta tanto se produjera una mejora de sus expectativas.

El segundo factor ha sido la materialización de una parte importante de este ahorro en Fondos de Inversión, la mayor parte de los cuales ha situado su inversión en activos líquidos: su expansión se ha consolidado no sólo por las ventajas fiscales que ofrecen, sino también por el menor desarrollo que durante 1993 han tenido otras formas alternativas de inversión, bien en acciones o en divisas. De hecho, el acceso a los mercados exteriores ha continuado, siendo una práctica muy poco generalizada entre los gestores de fondos, que se ha visto desincentivada aún más por el clima de inestabilidad cambiaria existente en el año. Por su parte, la inversión en Bolsa se ha comenzado a desarrollar en la última parte del año, una vez clarificado el ambiente político tras las elecciones, y, también, tras haberse descontado un cierto saneamiento de las empresas, gracias a los procesos de destrucción de empleo y de descenso en el coste de la financiación. Así, durante el pasado año estas alternativas de inversión en acciones o en mercados extranjeros

no han sido competidores importantes de la deuda pública, si bien para el próximo año se podría prever una alteración del signo de estos factores.

Por otra parte, el conservadurismo que caracteriza en conjunto a los gestores de fondos de inversión, ha favorecido la inversión en deuda pública a corto plazo, con lo que se explica parte de el extraordinario desarrollo de las operaciones simultáneas, que se han desarrollado en paralelo al estrecho diferencial depo-repo. Este último factor ha instaurado una forma alternativa de financiación para los no residentes, menos costosa que el mercado de depósitos en europesetas.

Como consecuencia de este proceso de expansión de operaciones simultáneas, la cartera contable en firme de deuda a medio y largo plazo poseída por los no residentes resulta ser muy superior a la que reflejan las cifras de la Central de Anotaciones -que están depuradas de estas ventas temporales a residentes-. De los 14,3 billones vivos de bonos y obligaciones, los no residentes poseían al cierre del año 7,3 billones, es decir, el 51% del saldo vivo. En el año transcurrido, **la emisión nominal neta de deuda a medio y largo plazo ha ascendido a 6,3 billones, de los que 5,3 (un 84,5% de la emisión nominal total), han sido adquiridos en firme por los no residentes**, mientras que los residentes (tanto terceros como titulares) sólo han cubierto el 14,41% de esta emisión, confirmándose con ello la no alteración durante este año de la tradicional preferencia de los residentes por valores a corto plazo. De esta forma, la cartera que tienen los residentes de deuda a medio y largo sólo es importante, si a sus posiciones adquiridas en firme les agregamos sus adquisiciones temporales netas.

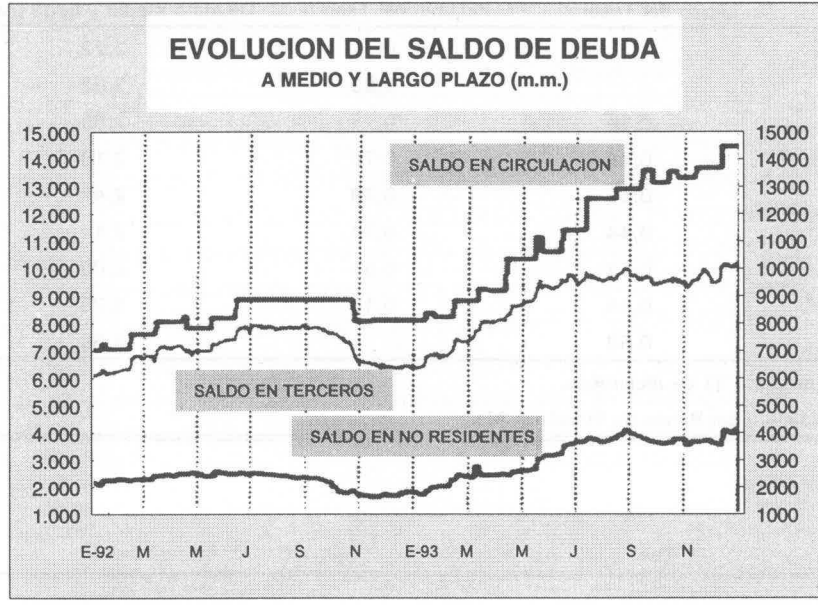
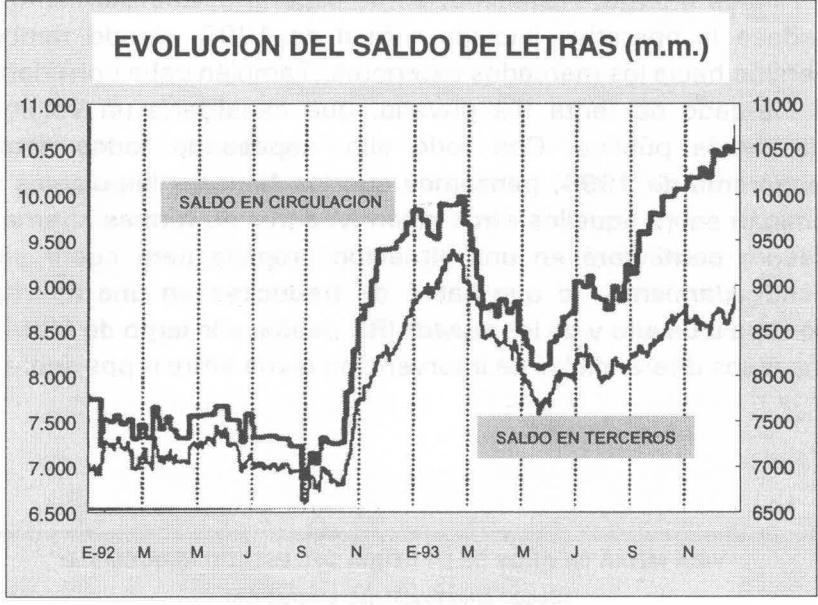
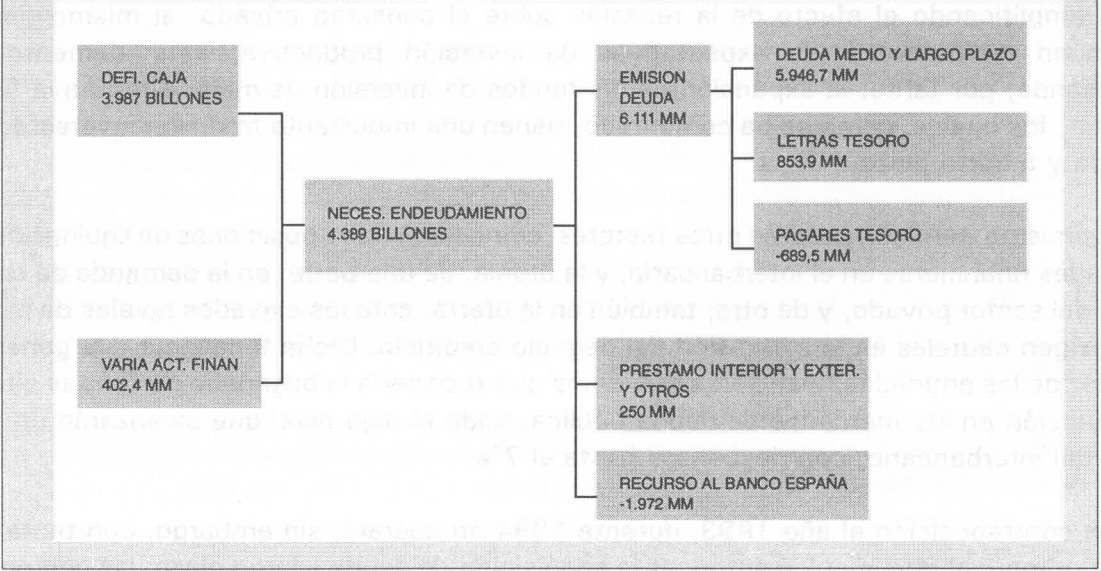
Por su parte, **la financiación efectuada a través de letras del Tesoro ha sido cubierta en su totalidad por los residentes, mientras que los no residentes han reducido posiciones**: la emisión nominal ha ascendido a 933,9 m.m., de los que un 76,6% se encuentra en poder de titulares, y un 27,7% en manos de terceros residentes.

Perspectivas para 1994.

En cuanto a las **perspectivas para 1994**, las necesidades de endeudamiento estimadas son parecidas a las de 1993 -la previsión oficial de los Presupuestos las sitúa en 4.031 m.m., si bien nosotros estimamos su elevación a 4.531 m.m., a raíz de las desviaciones que consideramos pueden producirse en el déficit de caja-. Por su parte, los vencimientos brutos de deuda para el año próximo son algo inferiores a los del pasado año: en 1994 tendrán lugar unos vencimientos efectivos de 10.976,1 m.m. frente a 11.557,9 que vencieron en 1993. En conjunto, estimamos que durante 1994 seguirán operando un conjunto de factores positivos -mayores en peso que otros desincentivadores de la inversión en deuda pública-, que facilitarán la cobertura por parte del Tesoro de sus necesidades de financiación.

En concreto, los dos primeros elementos positivos que deben destacarse son: de una parte, el colchón (de unos 2.205 m.m., un 14,3% de los 15.500 m.m. de emisión bruta necesaria) de tesorería positiva con el que el Tesoro inicia su posición frente al Banco de España y, de otra, la línea de crédito en ecus con un sindicato de entidades bancarias establecida el verano pasado. Por otra parte, es de esperar, lo que también contribuirá favorablemente, una continuidad en el proceso de descenso de los tipos oficiales a corto, así como la no existencia de serios peligros de repunte en los tipos a largo -es previsible que las rentabilidades a largo plazo encuentren su suelo en 1994, pero las expectativas de convergencia mantenidas no hacen esperar una elevación de los niveles de largo plazo-.

FIGURA NUM. 1
Estimación Necesidad Endeudamiento Estado en 1993 y su financiación



Por otra parte, también durante 1994 continuará elevándose la propensión al ahorro del sector privado, dado que es previsible que la temporalidad del empleo y la reforma del mercado laboral sigan amplificando el efecto de la recesión sobre el consumo privado, al mismo tiempo que continúen deterioradas las expectativas de inversión productiva; este elemento seguiría impulsando, por tanto, la expansión de los fondos de inversión -la mejor alternativa fiscal para invertir-, los cuales, como se ha comentado, tienen una importante tradición inversora en deuda pública y a corto plazo.

Asimismo, también pesarán otros factores, como las fuertes posiciones de liquidez de algunas entidades financieras en el interbancario, y la atonía, de una parte, en la demanda de crédito por parte del sector privado, y de otra, también en la oferta, ante los elevados niveles de morosidad, que exigen cautelas en la expansión del negocio crediticio. Dicha tendencia a la generación de liquidez de las entidades financieras prevemos que supondría la búsqueda de formas alternativas de inversión en los mercados de deuda pública, dado el bajo nivel que alcanzarán en 1994 los tipos del interbancario, con descensos hasta el 7%.

En contraposición al año 1993, durante 1994 no operará, sin embargo, con tanta fuerza el factor primordial que impulsó entonces la adquisición de deuda a largo plazo: las perspectivas de plusvalías en los valores a largo. Asimismo, es de esperar el afianzamiento de la inversión en Bolsa, consolidándose la operativa iniciada a final de 1993, siendo también previsible una apertura de la inversión hacia los mercados exteriores. También cabe considerar el desarrollo que está teniendo el mercado de renta fija privada, que canalizaría un volumen cada vez más competidor de la deuda pública. Con todo ello, **sopesando todos estos elementos que configuran el panorama de 1994, pensamos que los factores impulsores de la demanda de deuda pública dominan sobre aquellos otros incentivos de formas alternativas de inversión, con lo que el Tesoro continuará en una situación propicia para cubrir sin dificultades sus necesidades de endeudamiento, lo que habrá de traducirse en una apertura gradual de los diferenciales depo-repo a un año y de los *spreads* IRS-deuda, a lo largo de 1994, y ello aún cuando el BE mantenga los nulos diferenciales de intervención diaria entre repos sobre CBE y repos sobre deuda.**

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
1993(e)	0,53	--	4,69	2,91

(e) Estimación propia a 31 de diciembre.

Fuente: Boletín Estadístico del Banco de España y AFI.

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

VARIACIONES NETAS MENSUALES Y ACUMULADAS DE LOS PRINCIPALES PASIVOS FINANCIEROS DEL ESTADO EN 1993
(Según efectivos en m.m.)

	Letras a un año		Letras 6 meses	Letras a 3 meses	Pagará del Tesoro	Deuda a medio y largo plazo	TOTAL Deuda negociable	Recursos del Estado al	
	Mercado	B.E.						B.E.	TOTAL
Enero	201,9	-22,3	284,5	-437,4	-463,6	115,5	-322,0	751,6	429,6
Febrero	-268,1	-	2668,1	-197,9 ^(*)	-143,5	544,0	202,7	-307,1	-104,4
Marzo	-235,2	-	-534,4	-55,9	-15,0	307,2	533,4	1.268,1	734,7
Abril	274,4	-	-227,8	-360,3	-5,1	1.099,2	780,3	-955,4	-175,1
Mayo	-182,2	-	-6,4	-136,5	-6,1	206,1	-125,2	758,1	632,9
Junio	421,3	-	40,6	58,0	-56,1	707,2	1.170,9	-826,2	344,7
Julio	418,1	-	-284,5	-	-	1.152,5	1.286,1	-1.259,6	26,5
Agosto	620,0	-	-268,1	-	-	333,6	685,4	-3,5	681,9
Septiembre	670,4	-	-	-135,3	-	253,1	788,3	-520,0	268,3
Octubre	280,5	-	-	-26,3	-	139,9	394,1	-250,2	143,9
Noviembre	236,5	-	-94,6	-	-	357,1	499,0	-292,7	206,3
Diciembre	649,7	-	-96,2	-	-	731,4	1.284,9	-335,3(e)	949,6
ENE-DIC	3.086,7	-22,3	-919,0	-1.291,5	-689,5	5.946,7	6.111,1	-1.972,2	4.138,9

(*) Incluye el vencimiento de 82 m.m. efectivos de letras a 51 días del 19 de febrero.

SALDOS NETOS DE LETRAS DEL TESORO
(m.m. y en nominales)

	Dic 92	%	Dic 93	%	Variación	
B.E.	25,0	0,3%	0,0	0,0%	-25,0	-2,7%
Titulares sin B.E.	1.002,1	10,2%	1718,3	12,0%	716,2	76,7%
Terceros residentes	8.691,5	88,8%	8.950,0	62,5%	258,5	27,7%
Terceros no residentes	70,8	0,7%	55,0	0,4%	-15,8	-1,7%
Total	9.789,4	100,0%	10.723,3	100,0%	933,9	100,0%

FINANCIACION DE LAS NECESIDADES DE ENDEUDAMIENTO DEL ESTADO

	Recurso al B.E. (1)	Letras del Tesoro (2)	Pagará más		Otros (5)	TOTAL (6)	Porcentaje de "funding" (4)/(6)	Pro-memoria Variación de	
			Deuda Especial (3)	Deuda a medio y largo plazo (4)				cartera no resid. (7)	Porcentaje (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	1975,4	-1.112,8	1.021,7	643,6	2.405,6	42,47	-336,9	-14,00
1993 ^(a)	-1972,0	853,9	-689,5	5.946,7	250,0	4.389,1	135,49	2.418,7	55,11

(a) Estimación propia.

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

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

SALDOS NETOS DE DEUDA DEL ESTADO A MEDIO Y LARGO PLAZO

(m.m. y en nominales)

	Dic 92	%	Dic 93	%	Variación	
B.E.	375,4	4,7%	444,7	3,3%	69,3	1,1%
Titulares sin B.E.	1.293,2	16,1%	3.775,1	28,3%	2.481,9	39,3%
Terceros residentes	4.568,3	57,0%	5.913,9	44,4%	1.345,6	21,3%
Terceros no residentes	1.778,9	22,2%	4.197,6	31,5%	2.418,7	38,3%
Total	8.015,8	100,0%	14.331,3	100,0%	6.315,5	100,0%
Pro Memoria:						
Cesión temp. de no residentes	183,0		3.100,0		2.917,0	
Cesión temporal de titulares	3.000,0		3.680,0		680,0	

SALDOS BRUTOS DE DEUDA DEL ESTADO A MEDIO Y LARGO PLAZO

(Estimación de saldos en firme incluyendo simultáneas)

	Dic 92	%	Dic 93	%	Variación	
B.E.	375,4	4,7%	444,7	3,1%	69,3	1,1%
Titulares sin B.E.	4.110,2	51,3%	4.355,1	30,4%	244,9	3,9%
Terceros residentes	1.568,3	19,6%	2.233,9	15,6%	665,6	10,5%
Terceros no residentes	1.961,9	24,5%	7.297,6	50,9%	5.335,7	84,5%
Total	8.015,8	100,0%	14.331,3	100,0%	6.315,5	100,0%