

EL MERCADO PRIMARIO DE LETRAS DEL TESORO Y LA POLITICA DE DEUDA
¿Debe la política de deuda asumir funciones de apoyo
a la política financiera?

Analistas Financieros Internacionales
(Grupo GESINCA-GESMOSA)
Octubre - 89

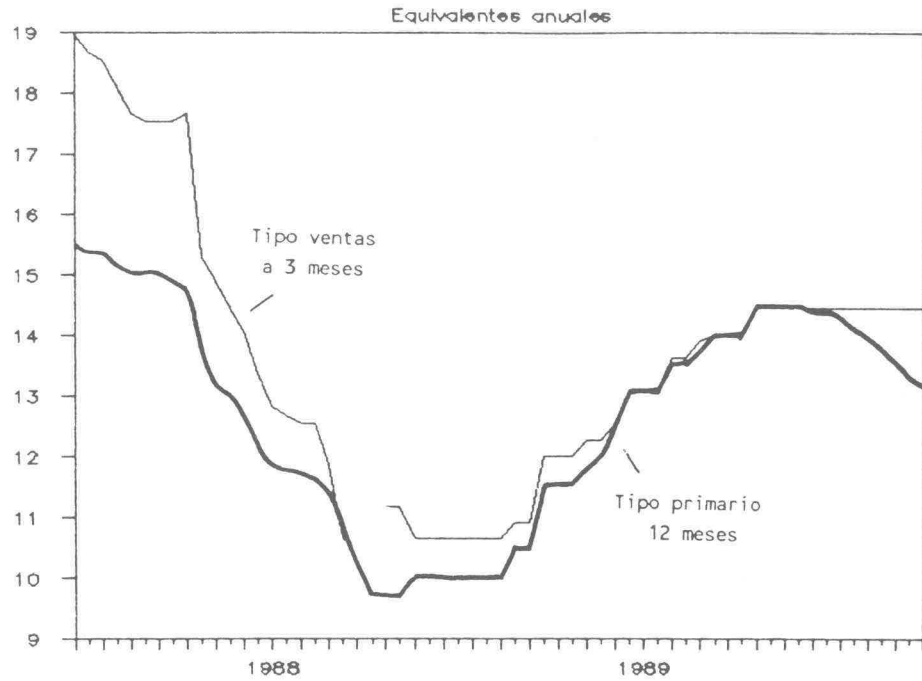
Desde el mes de junio pasado el tipo de interés marginal de la letra del Tesoro fijado en el mercado primario se ha reducido en casi 1,50 puntos porcentuales. En el mismo período, los tipos de referencia del Banco de España -el tipo de los préstamos y el de las ventas a tres meses con pacto de recompra- no han sufrido modificación alguna y la rentabilidad interna de las nuevas emisiones de bonos a 3 años apenas se han reducido, mientras las de bonos a 5 años y obligaciones a 10 años incluso se han ajustado ligeramente al alza.

En nuestra opinión, el proceso de descenso de las letras del Tesoro debe ser analizado como un movimiento específicamente originado en las letras y no como resultado de una caída global en los tipos de interés. Una política de deuda pública en el segundo semestre del año tendente a provocar un giro radical de la financiación neta desde el corto hacia el medio y largo plazo, por una parte, y una política monetaria sabedora de las funciones desempeñadas por la letra como vehículo para el arbitraje y la especulación en favor de nuestra divisa, cuando sus suscriptores son terceros no residentes, parecen haberse coordinado para permitir la "caída en desgracia" de la letra. Sin embargo, parece también claro que el trasvase de fondos desde posiciones largas a corto plazo hacia el medio y largo debe enfrentarse a las barreras "psicológicas" que en un mercado como el español desincentivan el alargamiento de los plazos. La "memoria" de 1986 resulta en este sentido relevante para el análisis.

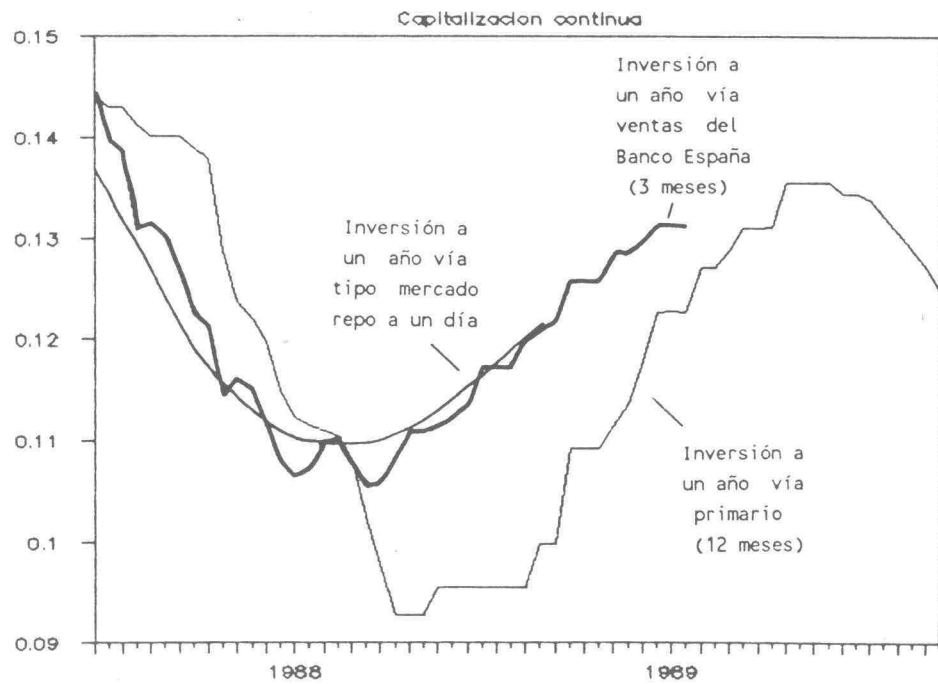
En esta nota estudiamos, al hilo de su historia, las características estructurales del mercado primario de letras del Tesoro para después profundizar, ya en el entorno actual en el que cierta "comodidad" en las cifras de financiación globales en lo transcurrido del ejercicio permiten al Tesoro llevar a cabo la política de deuda pública más activa de la historia reciente del mercado, "eligiendo" el plazo de financiación vía alteraciones en la estructura por primas de riesgo de la curva de rentabilidades. Trataremos de detectar tales primas y de valorar así la caída del tipo de interés de la letra en los últimos meses. Obtendremos también algunas conclusiones sobre las consecuencias de la coordinación entre la política monetaria y la política de deuda pública.

En su corta existencia, el mercado primario de letras ha pasado por varias etapas en razón tanto de su papel en el seno de

TIPOS REFERENCIA EN LETRAS DEL TESORO



VIAS DE INVERSION ALTERNATIVA EN LETRAS



los mercados financieros como de su capacidad para generar la financiación pública suficiente. Podemos distinguir al menos tres grandes períodos con características diferenciadas. El primero abarcaría desde el comienzo de la emisión el 26 de junio de 1987 hasta el 15 de abril de 1988 en que tuvo lugar la caída del tipo de interés de la letra al 9,721%. El segundo, arrancaría en esta fecha y se extendería a lo largo del resto del ejercicio 1988 hasta el 26 de mayo de 1989. Finalmente el tercer período se desarrollaría algo antes de la incorporación de nuestra divisa a la disciplina cambiaria del Sistema Monetario Europeo (SME) alcanzando hasta nuestros días.

Primera etapa (junio 87 - abril 88)

La primera etapa fue relativamente compleja ya que si bien la letra nació con una evidente prima respecto a cualquier otro activo (prima que después la evolución del mercado de letras pondría de manifiesto empíricamente), el mercado primario fue en realidad un mercado subsidiario respecto de la más importante fuente de oferta de letras al mercado que constituían la "ventanilla" de las ventas a tres meses del Banco de España. Este período se caracterizaba por el descenso de los tipos de interés; descenso que al partir de unos muy elevados niveles alcanzados a lo largo de la primera mitad de 1987 fue realmente muy pronunciado lo que permitió, ya al finalizar, el aplanamiento de la pendiente invertida de la curva, e incluso su cambio hacia una pendiente positiva.

La hegemonía de las ventas a tres meses del Banco de España en la oferta de papel al mercado estaba muy relacionada con la dramática inversión de la curva, de forma que con su paulatino aplanamiento el mercado primario fue ganando peso. Un elemento de especial relevancia para el análisis de la evolución posterior del mercado se configuró entonces. Si la caída del tipo de las ventas del Banco de España fue más acelerada que la del tipo del primario y ello permitió que aquéllas fueran perdiendo su hegemonía, paralelamente, podía observarse que el marginal del mercado primario descendía de nivel más rápidamente que la rentabilidad interna de los bonos a tres años. Ello hizo que en los primeros meses de 1988, junto a los volúmenes emitidos de letras, el Tesoro pudiera ofrecer también importantes volúmenes de bonos del Estado a tres años en el mercado primario. Cabía interpretar aquellos movimientos como la consecuencia de una política de deuda pública coordinada con el Banco de España que pretendía alargar el plazo del endeudamiento del ente consolidado Estado-Banco de España. Sin embargo, la introducción de un elemento básico del mercado primario, lo que podríamos denominar el "bajismo acumulativo" terminó por abortar el proceso.

El rechazo sistemático por parte del Tesoro de importantes volúmenes de peticiones en las subastas de marzo y en la primera de abril de 1988 provocó un descenso del tipo de interés marginal

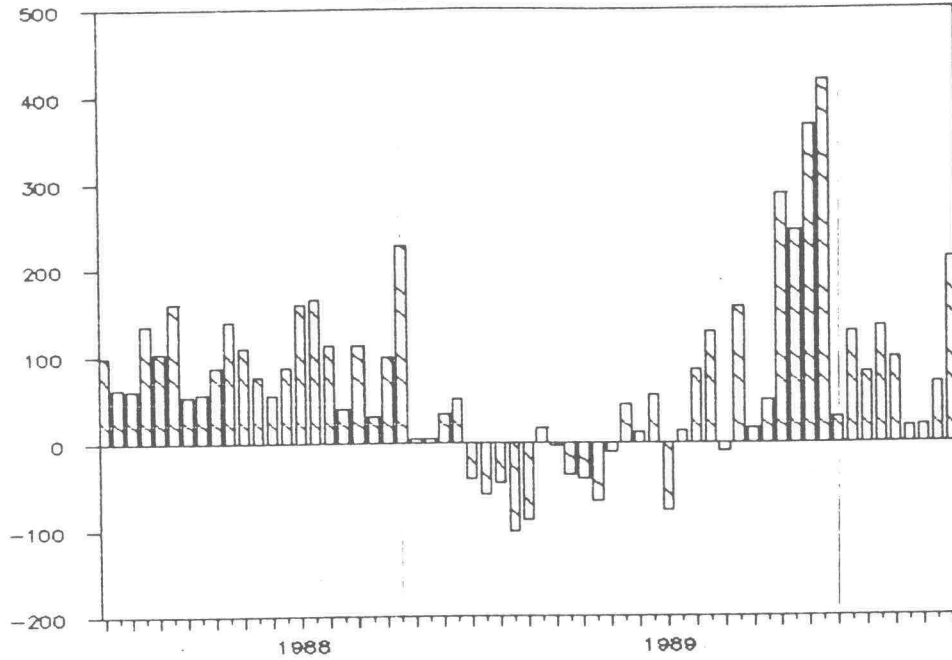
de más de dos puntos en apenas dos meses (del 11,664% al 9,721%). Este descenso no provocaba, mientras tenía lugar, un rechazo por parte de las entidades que acudían a la subasta, ya que se producía en plenas expectativas bajistas del mercado, expectativas que no encontraron entonces señal alguna de las autoridades monetarias en sentido contrario. El Banco de España dejó de convocar sus subastas de repos a tres meses precisamente en los meses en que tuvo lugar el desplome del tipo marginal, lo que pudo ser interpretado por el mercado como una muestra de que aquel dejaba "vía libre" para la caída de las letras. En realidad, las autoridades ofrecían entonces margen para la "holgura" financiera ya que sus preocupaciones sobre la apreciación desmedida de la peseta en los mercados cambiarios junto a los espejismos del "buen" comportamiento de los agregados monetarios amplios y de la inflación medida en términos de IPC (gracias a los alimentos no elaborados) permitieron el descenso general de los tipos de interés internos.

En la misma medida en que el Tesoro llevaba a cabo recortes importantes en el tipo de interés del precio marginal de las subastas para evitar emitir fuertes volúmenes de letras, el mercado asumía acumulativamente los nuevos niveles de tipos en las letras como puntos de partida para nuevos recortes. La escasez de letras incentivaba esta actitud ya que la presión de la demanda del público y la estrategia de acumulación de carteras por parte de las instituciones financieras alimentaban la demanda de letras en las subastas, demanda que quedaba desatendida con los recortes del Tesoro.

Cuando con el primario del día 15 de abril de 1988 el tipo de interés marginal de la letra alcanzaba el 9,721% la curva de los tipos del depósito interbancario era ya ligeramente positiva y el diferencial descubierto de los tipos a corto plazo frente al exterior había alcanzado un nivel relativamente menor, que incluso había favorecido una cierta pérdida de reservas centrales de divisas y una ligera depreciación de la peseta. El Tesoro adjudicó entonces un fuerte volumen de letras que representaba cerca del 90% de lo solicitado. La opinión de que la caída de la letra había "tocado fondo" se generalizó cuando las instituciones financieras comprobaron que la demanda de su clientela se había desacelerado. El proceso de "bajismo acumulativo" cesó con brusquedad, dejando a las entidades la herencia de unas fuertes carteras de letras que habrían de ser financiadas, en tanto fueran siendo cedidas a la clientela, en un contexto marcado por una curva invertida en el mercado repo de letras, y al Tesoro la perspectiva de futuros volúmenes de emisión neta negativos.

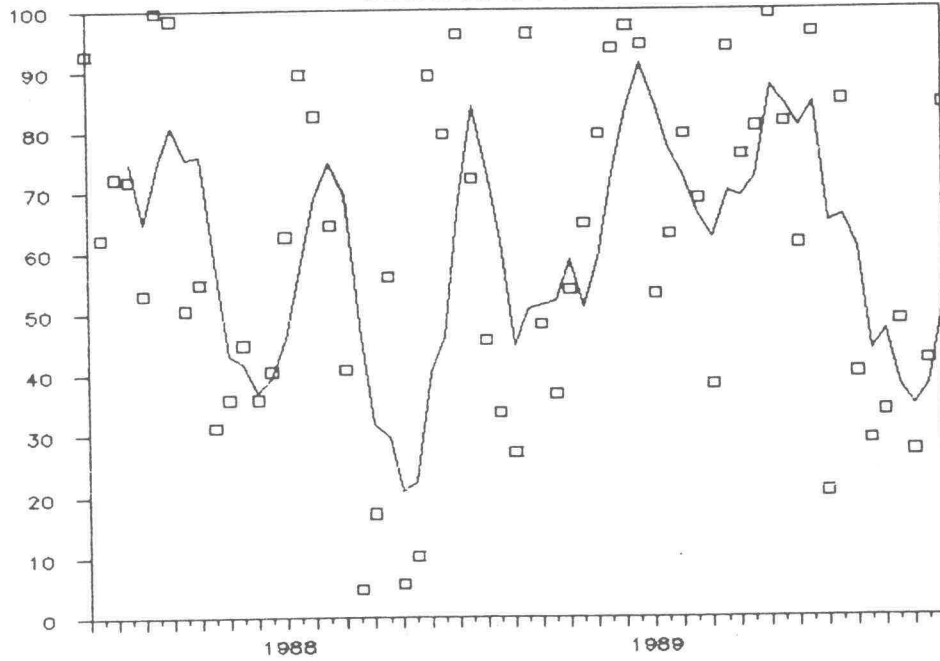
EMISION NETA DE LETRAS EN LAS SUBASTAS

Sin B.E. Nominales en m.m.



PORCENTAJE DE ADJUDICACION EN SUBASTA

Merado primario de Letras



Segunda etapa (abril 88 - junio 89)

La segunda etapa que hemos distinguido dio comienzo con la reaparición de las ventas a tres meses del Banco de España. Así, el día 29 de abril de 1988 cuando éste vuelve a convocar sus subastas de letras a tres meses se inicia un período marcado por dos fases diferenciadas. La primera alcanza hasta el 23 de septiembre, fecha en que el Banco de España elevó en un punto el tipo de interés marginal de sus préstamos de regulación monetaria. La segunda finaliza en junio de 1989. Ambas fases tienen en común una más o menos intensa coordinación entre la política monetaria y la política de deuda (coordinación creciente ya en 1989) y la voluntad de las autoridades de "recuperar" el mercado primario de letras, víctima en la etapa anterior de la sobrerreacción de sus participantes.

En ninguna de las dos fases que configuran este período las expectativas de tipos se caracterizaban ya por el signo bajista de la etapa anterior. Al contrario, entre abril y septiembre, a pesar del descenso del tipo de interés marginal de los préstamos del Banco de España (que alcanzó el 10,375% el 24 de agosto), el tipo del precio marginal del mercado primario de letras del Tesoro fue elevándose paulatinamente. De esta forma, cuando el 23 de septiembre el Banco de España decidió cambiar drásticamente de política y elevó el tipo de interés de sus préstamos hasta el 11,375%, la letra del Tesoro ya había visto elevarse su rentabilidad en el mercado primario en 3/4 de punto alcanzando en aquel momento un relativamente más digno 10,502%. Puede decirse que esta recuperación del tipo de la letra rompía con una doble tradición de inflexibilidad que había caracterizado en el pasado al mercado primario de los pagarés del Tesoro: la rigidez del tipo marginal de la subasta en contextos de tipos de interés al alza y la escasa autonomía de aquél frente a los movimientos del Banco de España. Debe tenerse en cuenta que la ruptura de la tradición llevada a cabo por la letra ponía de manifiesto entonces un importante cambio en la política de deuda pública respecto de la historia pasada. Esta política encontró el apoyo de la política monetaria en el proceso de reestructuración que permitió en septiembre iniciar una elevación en los tipos de interés en la que la letra ha tenido un papel fundamental como eje de una política de deuda activa que ha asumido un papel más amplio que el puramente ligado a la financiación cuantitativa del déficit público.

La reestructuración de la fase abril-septiembre era la solución de las autoridades a una situación de crisis profunda en el mercado primario de letras. La reestructuración permitió la elevación del tipo de interés marginal en las subastas sin despertar la acumulación de expectativas de tipos de interés al alza gracias a un paralelo -y polémico- descenso leve pero decisivo en los tipos de interés de referencia del Banco de España. En este proceso deben inscribirse los descensos del tipo marginal de los préstamos de regulación monetaria del 11% al

10,375% y del tipo de las ventas repo a tres meses del 10,75% con que reapareció esta subasta en abril, al 10,25% fijado el 25 de mayo, y el ascenso de este último al 10,5% el 14 de septiembre. El movimiento más controvertido de esta reestructuración tuvo lugar en la tercera decena de agosto cuando el Banco de España elevó el tipo de sus ventas en 0,25 puntos porcentuales mientras reducía el tipo de sus préstamos en 0,125. De esta forma, al final del proceso los tipos de interés de referencia del Banco de España -el marginal de sus préstamos y el de sus ventas- pasaban a situarse sobre una curva de equivalencia financiera plana, quedando el de las letras en el mercado primario sólo algo por debajo.

La evolución del mercado primario de letras estuvo marcada desde entonces por la elevación de los tipos interés. Esta elevación no impidió, gracias a una política de deuda cada vez más coordinada con el control monetario, que a lo largo de la primera mitad de 1989 el mercado primario arrojara fuertes volúmenes de emisión y que se convirtiera, aun manteniéndose la convocatoria de las ventas a tres meses, en un activo fundamental en la instrumentación de la política monetaria contractiva, capaz de ofrecer en las subastas un tipo de interés que serviría de referencia para otros mercados en su elevación de rentabilidades y una amplia capacidad de emisión, de gran utilidad para la esterilización del impacto que sobre la base monetaria ejercía la expansión de las reservas centrales de divisa a lo largo de los años 1987-1989, papeles que de otro modo habría tenido que asumir -como había hecho en el pasado- el Banco de España, mediante sus instrumentos de drenaje en mercado abierto o mediante el propio coeficiente de caja.

El hecho de que una capacidad amplia de emisión coexistiera en un contexto de tipos al alza, con un papel beligerante en el liderazgo del alza de los tipos de interés era un hecho sin precedentes que rompía la asimetría mostrada hasta entonces por el mercado primario, más inclinado a "funcionar a pleno rendimiento" con tipos a la baja que con tipos al alza. Esta situación era, no obstante, resultado de una intensa coordinación entre el Tesoro y el Banco de España en la cadencia con que se iban produciendo los sucesivos incrementos de los tipos de interés de referencia. Así, el alza del tipo de las letras precedía siempre decena a decena al alza del tipo de las ventas a tres meses o de los préstamos del Banco de España, lo que evitaba toda espiral de tipos al alza. Además, el nivel del tipo de interés de las ventas de letras de la cartera del Banco de España fue durante toda la primera mitad de 1989 coincidente en términos de equivalencia financiera con el tipo de mercado primario. En contraste con la primera etapa descrita aquí, el mercado primario asumía un papel hegemónico, materialización de la coincidencia de planteamientos de la política de deuda pública con la política monetaria.

Tercera etapa (junio 89, hasta nuestros días)

El último período de los tres que hemos distinguido dio comienzo el 26 de mayo de 1989 cuando el Tesoro prorrateó el volumen adjudicado en la subasta al precio marginal. El prorrateo era una medida sin precedentes en el mercado primario de letras. En nuestra opinión, el prorrateo ponía de manifiesto tres aspectos importantes que hacían imposible la continuidad de la segunda fase del segundo período que hemos definido. Por una parte, las finanzas públicas, gracias al buen funcionamiento del mercado de letras, mostraban una tendencia a la sobrefinanciación. Por otra, esta tendencia a acabar el año con una sobrefinanciación del déficit público llevaba consigo un saldo vivo de deuda muy sesgado al corto plazo, precisamente, como consecuencia de las fuertes emisiones netas de letras de la primera mitad del año. Finalmente, esta situación, que en otro contexto habría conducido a un descenso de los tipos marginales inmediato, se enfrentaba ahora a una política monetaria todavía muy rigurosa, es decir, a un esquema de tipos que difícilmente podría orientarse a la baja.

Sin embargo, tras el prorrateo del día 26 de mayo se inició a partir del 23 de junio un descenso, ininterrumpido hasta hoy, en el tipo marginal, que contrastaba con el mantenimiento de los tipos de referencia del Banco de España. La política de deuda se enfrentaba a la alternativa de seguir sobrefinanciándose con un sesgo al corto plazo, no emitiendo señales contradictorias con el signo de la política monetaria o bien de reducir el tipo de interés de la letra de los volúmenes rechazados pudiera trasladarse a las subastas de bonos y obligaciones, permitiendo así una financiación menor y más equilibrada en el segundo semestre. Una cuestión adicional pudo terminar de decidir al Tesoro: la evidencia de que una parte importante de la demanda del mercado primario procediera de la demanda de posiciones largas de los terceros no residentes (europeos básicamente).

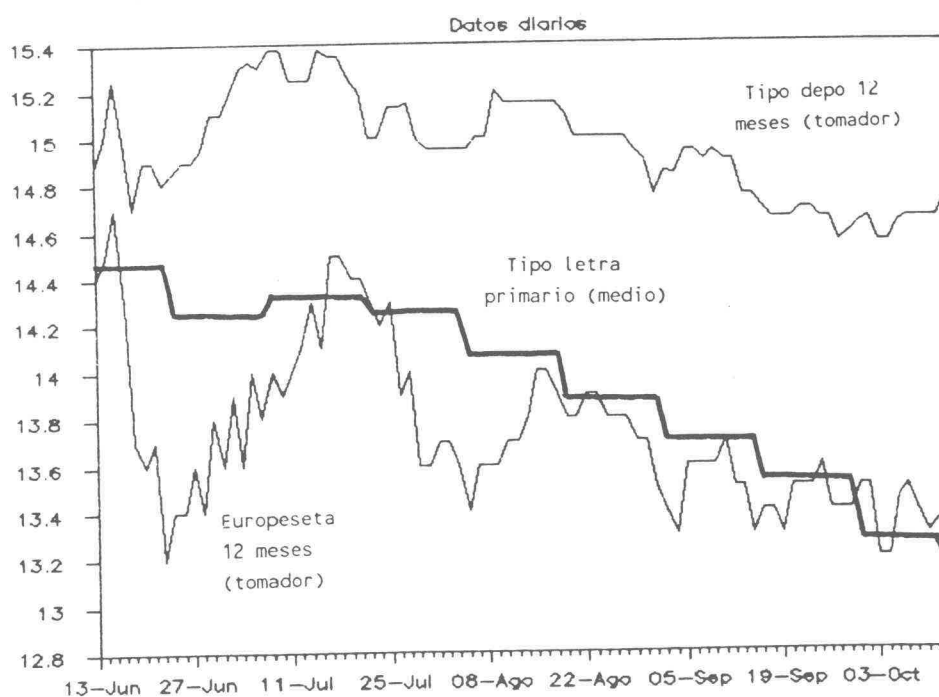
Las letras se habían convertido desde los meses de abril y mayo en un vehículo idóneo para la especulación e incluso el arbitraje en favor de nuestra divisa en los mercados cambiarios. La demanda de letras por no residentes suponía una demanda también de pesetas en los mercados de cambios y ello hacía no sólo recomendable por razones de política de deuda pública sino también de política cambiaria, el recorte de las peticiones de las subastas de letras. De hecho, pudo observarse desde mayo que al anuncio de un rechazo de un volumen significativo de peticiones, bien por la caída del tipo marginal, bien el día 26 de mayo, por el prorrateo, seguía una depreciación de la peseta frente a las divisas europeas, resultado quizá de ventas de pesetas adquiridas previamente a plazo. El rechazo de peticiones de no residentes evitaba que una demanda masiva de deuda a corto plazo por parte de extranjeros se tradujera en nuevas compras de divisas por parte del Banco de España que, con el fin de mantener la estabilidad cambiaria dentro del SME, habrían tenido lugar,

ETAPAS DEL MERCADO PRIMARIO DE LETRAS DEL TESORO (1987-1989)

| Etapas | Tipo marginal | Volumen medio rechazado en subasta (m.m. ptas.) | Volumen de entrega directa al Banco España (m.m. ptas.) | Diferencial medio entre tipos marginal y medio |
|---------------------------------------|---------------|---|---|--|
| 1ª 26 de junio 87 - 15 de abril 88 | 15,501- 9,721 | 125,3 | 1.924,0 | 0,129 |
| 2ª 15 de abril 88 - 26 de junio 89 | 9,721-14,517 | 39,6 | 1.675,0 | 0,113 |
| 1ª Fase 15/4/88-23/9/88 | 9,721-10,502 | 28,2 | 275,0 | 0,095 |
| 2ª Fase 23/9/88-26/5/89 | 10,502-14,517 | 47,1 | 1.400,0 | 0,124 |
| 3ª 26 de mayo 89 - 13 de octubre | 14,517-13,140 | 183,8 | 350,0 | 0,063 |

Fuente: elaboración propia. Analistas Financieros Internacionales.

RELACION DE TIPOS LETRAS—EUROPESETAS



paralelamente, neutralizando el efecto financiador del ente consolidado Tesoro-Banco de España, de las compras de letras.

La decisión de rechazar peticiones de letras reduciendo el tipo de interés marginal de las subastas suponía además una postura de respeto al mercado primario por parte del Tesoro. Sin embargo, las expectativas del mercado jugaron un papel clave tras las primeras caídas del tipo marginal al iniciar un proceso de "bajismo acumulativo" similar al que terminó por dejar al primario "fuera de mercado" en el primer período que hemos distinguido aquí. Se trataba de unas expectativas difícilmente fundamentadas en la coyuntura económica. Dos argumentos, sin embargo, las sustentaban: los tipos de interés han "tocado techo" y los diferenciales de tipos de interés de activos públicos con el exterior deben reducirse una vez incorporada la peseta al SME el 19 de junio. Estas expectativas propiciarían la vertiginosa caída del tipo de la letra. La no convocatoria de ventas a tres meses por parte del Banco de España pudo incentivar incluso el bajismo de la emisión del 13 de octubre.

Consideraciones finales

Lo relevante de la situación actual del mercado primario de letras es que pone de manifiesto dos de los problemas básicos de la política de deuda pública española. Por una parte, la dificultad de provocar un cambio en el plazo de endeudamiento cuando el grado de sustituibilidad entre el corto plazo y el medio y largo de la deuda pública en las carteras de los inversores es muy bajo. Los mejores exponentes de este bajo grado de sustituibilidad en las carteras son la vertiginosa caída del tipo de la letra en el tercer trimestre de 1989 y la escasa emisión de bonos a cinco años y de obligaciones del Estado a diez años paralela a esta caída. En cuanto a los bonos a tres años las peticiones no fueron masivas hasta octubre.

Por otra, la definición de la propia política de deuda en relación con la política monetaria. Ambas políticas han mostrado un elevado grado de coordinación a lo largo de 1989 que contrasta con lo sucedido en 1988. Sin embargo, la experiencia del mercado primario no han aclarado aún del todo cuál debe ser la jerarquía de objetivos de una política de deuda activa. El hecho de que el Banco de España sólo incida directamente sobre los tipos de interés a muy corto plazo hace que descansa sobre el Tesoro la responsabilidad tácita de las rentabilidades a corto, medio y largo plazo. De hecho, los mercados ven en las subastas de letras, bonos y obligaciones del Estado movimientos de precios relacionados con la política financiera. En este sentido, en la medida en que el Tesoro asume con su política de deuda tareas propias de la política financiera, debe esperarse que el Banco de España abandone paulatinamente su encorsetada instrumentación monetaria para pasar a intervenir en los mercados de forma cada

vez más concertada con el Tesoro Público ganando ambos en flexibilidad.

Uno de los objetivos más claros que debe seguir la política financiera es la construcción de un amplio mercado y largo plazo. Ello, sin embargo, choca con una "psicología" del mercado reacia al alargamiento, en general, de las carteras y con una política de deuda pública demasiado obsesionada con la financiación anual. La reciente caída del tipo de interés de la letra ha anudado probablemente la prima de riesgo de este activo, situando a la rentabilidad de los bonos en una mejor posición relativa. Por eso ha aumentado su demanda. Este importante trasvase de posiciones a corto hacia posiciones a medio plazo permitiría devolver a la letra a un puesto más acorde en la financiación pública con lo que debe ser una política de diversificación mínima. Sin embargo, en la medida en que el Tesoro cubra sus necesidades de financiación podemos asistir a nuevos recortes en las rentabilidades de los bonos en el mercado primario, que quizá podrían poner en peligro los objetivos de la política de deuda de 1990. Puede ser el momento pues de recordar la capacidad legal y exclusiva del Banco de España de recomprar deuda pública en el mercado y amortizarla anticipadamente. Ello, sin duda, permitiría más flexibilidad de la política de deuda pública.