

LAS LETRAS DEL TESORO Y LA POLITICA DE DEUDA PUBLICA

Analistas Financieros Internacionales, S.A.  
(Grupo Ahorro Corporación)  
Enero 90

En esta nota comentaremos las cifras globales de financiación pública en 1989 vía emisión de deuda negociable. Haremos especial hincapié en la instrumentación de esa financiación así como en las perspectivas que abre el bajo nivel actual del tipo de la letra en el mercado primario.

La financiación pública y su estructura en 1989

La emisión neta (emisión bruta menos amortizaciones) de deuda pública, en términos efectivos, se ha elevado durante 1990 a 1.277,7 m.m. El desglose de esta cifra según instrumentos ha seguido dando la hegemonía a las letras del Tesoro cuya cifra neta emitida se ha elevado a 1.456,9 m.m. Los pagarés alcanzaron un año más, una cifra negativa de emisión neta, -375,2 m.m. efectivos, sólo parcialmente compensada por la emisión neta positiva de la deuda del Estado a medio y largo plazo, 195,9 m.m. efectivos.

	Emisión neta efectiva		Amortizaciones efectivas 1990	
	1.988	1.989	Total	del cual B.E.
Letras del Tesoro	1075,7	1456,9	4743,0	917,4
Pagarés del Tesoro	-157,8	-375,2	2944,9	69,8
Bonos y obligaciones	927,7	195,9	716,2	-
	1845,6	1277,7	8404,1	980,4
Variación Recurso	-317,3	100,0(e)	-	-
Variación cartera B.E.				
contable	261,5	-428,1	-	-
disponible	459,5	44,2	-	-

Fuente: Analistas Financieros Internacionales.

Sin embargo, si tenemos en cuenta que en 1989 se amortizaron 1.445,8 m.m. en deuda a medio plazo, de los cuales 1.405,7 m.m.

correspondían a amortizaciones voluntarias (el ejercicio de la opción de amortizar ha sido masivo), debe concluirse que el esfuerzo emisor en este segmento ha sido muy importante. Este esfuerzo se ha centrado, en todo caso, en los bonos a tres años, cuyas emisiones brutas se elevaron a 1.433,5 m.m. (de los que 33,2 m.m. correspondieron al Banco de España), aportando los bonos a cinco años y las obligaciones a 10, cantidades residuales (154,1 m.m. y 49,1 m.m., respectivamente).

La cartera ajustada del Banco de España (cartera contable menos saldo de cesión temporal) se ha situado en 837,7 m.m., por encima de los 793,5 m.m. en que terminó 1988. Ello ha sido resultado de una menor cesión temporal -consecuencia de la primacía del mercado primario de letras del Tesoro sobre las ventas a tres meses a lo largo de 1989- aunque también de una menor cartera (ésta finalizó el año con un saldo de 1.359,7 frente a los 1.787,8 m.m. del año anterior). El saldo del Recurso al Banco de España podría haber finalizado el ejercicio en aproximadamente un billón, prácticamente en el nivel del año pasado, lo que junto a la cartera ajustada habría provocado un aumento, en 1989, del pasivo del Estado con el Banco de España, de unos 145,5 m.m.

EMISIONES Y AMORTIZACIONES DE DEUDA PUBLICA NEGOCIABLE EN 1989

	(1) Amortizaciones		(2) Emisiones		(2 - 1) Neto	
	del cual		del cual		del cual	
	Total	B.E.	Total	B.E.	Total	B.E.
Letras del Tesoro	2080,0	1206,1	3833,3	909,7	1753,3	-296,4
Pagarés del Tesoro	3405,6	-	3030,4	92,4	-375,2	92,4
Bonos a tres años	1440,8	5,0	1433,5	33,2	-7,3	28,2
Bonos a cinco años	-	-	154,1	9,5	154,1	9,5
Obligaciones a 10 años	-	-	49,1	-	49,1	-
	6926,4	1211,1	8500,4	1044,8	1574,0	-166,3

Tras 1989, los vencimientos efectivos para 1990 se elevan, en la deuda negociable, a 8,4 billones, de los que 4,7 corresponden a letras del Tesoro (0,9 m.m. del Banco de España), 2,9 a pagarés y 0,7 a bonos, obligaciones y deuda desgravable. Se trata pues de una estructura de vencimientos centrada otra vez en las letras del Tesoro.

Temporalmente, la estructura de los vencimientos mensuales muestra un perfil relativamente homogéneo, si nos

atenemos sólo a lo amortizado fuera de la cartera del Banco de España (lo que denominamos "mercado"). Así, en el primer semestre vencerá el 54,9% del vencimiento total sin el Banco de España. Sin embargo, en el primer semestre tendrá lugar el vencimiento del 66,0% del total del saldo de letras del Tesoro. Junio será el mes con mayor volumen efectivo amortizado en el mercado, 905,7 m.m. en total.

VENCIMIENTOS MENSUALES DE DEUDA NEGOCIABLE EN 1990  
(Segun efectivos en m.m.)

	Letras del Tesoro		Pagares del Tesoro		Deuda a medio y largo plazo	Total	
	Mercado	B.de E.	Mercado	B.de E		Mercado	B.de E
Enero	237.1	258.2	489.1	0.0	0.0	726.2	258.2
Febrero	319.0	0.0	204.4	0.0	95.4	618.7	0.0
Marzo	354.8	175.4	169.6	0.0	23.7	548.1	175.4
Abril	497.3	175.9	28.1	0.0	138.9	664.3	175.9
Mayo	566.5	0.0	16.3	0.0	25.7	608.6	0.0
Junio	552.6	175.2	276.8	0.0	76.3	905.7	175.2
Julio	236.1	0.0	207.0	0.0	54.0	497.1	0.0
Agosto	257.7	0.0	224.7	0.0	50.9	533.3	0.0
Septiembre	325.5	132.7	307.6	0.0	22.9	656.0	132.7
Octubre	294.5	0.0	293.6	0.0	20.1	608.2	0.0
Noviembre	84.4	0.0	290.5	0.0	80.4	455.3	0.0
Diciembre	100.1	0.0	367.3	69.8	127.9	595.3	69.8
	3825.6	917.4	2875.1	69.8	716.2	7416.9	987.2

A estos vencimientos hay que añadir las recompras por el Banco de España, que en el conjunto de los tres primeros meses del año se elevan a 522,0 m.m., para completar un contexto marcado, para la política de deuda pública, por un importante sesgo al corto plazo y por una relativa urgencia emisora. En los primeros meses del año la política de emisión habrá de centrarse, en nuestra opinión, en las letras del Tesoro, para lo cual es precisa una reactivación del mercado primario. Esta reactivación pasa necesariamente por una elevación sustancial en el tipo marginal de las letras, no ya hasta el nivel máximo alcanzado en 1989, el 14,5%, sino incluso por encima, dado que el contexto de tipos actual está más tensionado que entonces (junio).

En el mes de enero, en que vencen 237,1 m.m. en letras del Tesoro fuera de la cartera del Banco de España, 258,1 m.m. en letras de la cartera de éste y 489,1 m.m. en pagarés del Tesoro, no tendrá lugar vencimiento alguno de deuda a medio y largo plazo. Además de las dos subastas correspondientes de letras tendrá lugar en el mes una subasta de bonos a tres años y otra de obligaciones a 10 años. Tras la fuerte elevación de la TIR de los

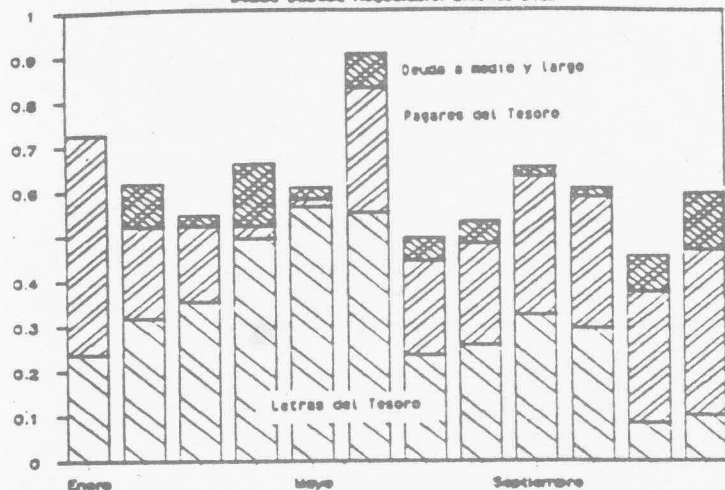
bonos a tres años en diciembre, hasta el 14,26% -por primera vez-, las letras han mantenido en dos subastas consecutivas su tipo marginal. Ello merece un comentario.

El mantenimiento de las letras

Dos interpretaciones alternativas, y quizá extremas, podrían explicar esta actitud del Tesoro reacia a elevar el tipo de la letra, cuando el tipo del depósito interbancario a un año alcanza ya el 16% y los pagarés de empresa de los grandes emisores se sitúan a un año por encima del 15,5%. Por una parte, podría pensarse en una simple descoordinación entre el Banco de España y el Tesoro. Mientras el primero, próximo ya a elevar el tipo marginal de los PRM hasta el 15% con el fin de evitar lo que de otro modo sería un relajamiento interbancario, toda vez que en la actualidad el tipo del mercado se sitúa a un día cerca del 15,5%, estaría "retrasando" esta elevación para "dar tiempo" al Tesoro a elevar hasta niveles de mercado todos sus instrumentos. En este sentido, la elevación de la TIR de los bonos respondería a una coordinación rota en las subastas de letras, bajo la justificación, por parte del Tesoro, de la existencia de escasos volúmenes de peticiones en relación con los vencimientos o de un elevado monto en las solicitudes al precio marginal mantenido, en las emisiones del 22 de diciembre o del 5 de enero.

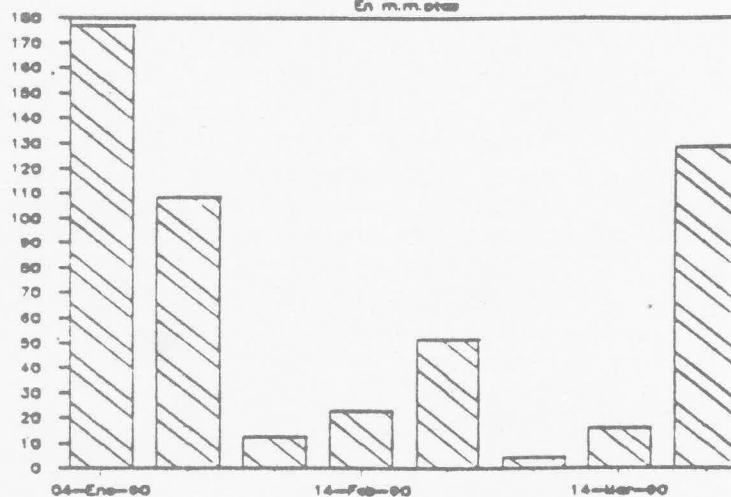
ESTRUCTURA TEMPORAL VENCIMIENTOS 1990

Deuda pública negociable. Billetes encaje



ESTRUCTURA TEMPORAL RECOMPRAS DEL B.E.

En m.m.otas



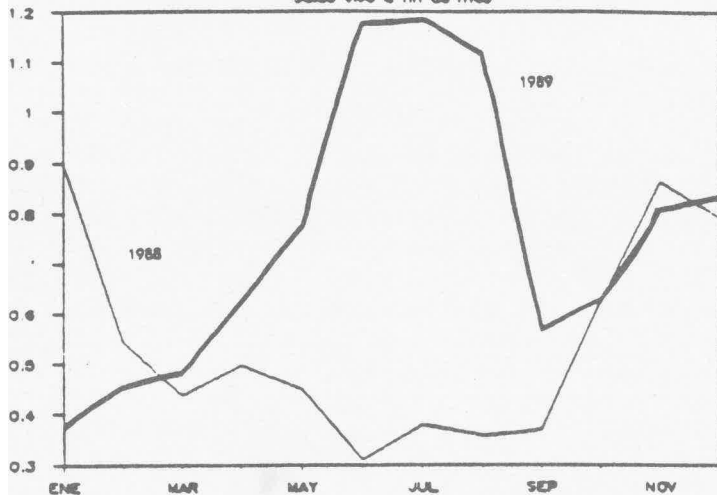
Esta estructura y volumen de las peticiones de las últimas subastas de letras (con porcentajes de adjudicado/solicitado del

57,7% y 73,5%, respectivamente) ponen de manifiesto una sorprendente demanda en el primario (incluso superior a la demanda de las ventas del Banco de España, en términos relativos) quizá ligada a una transitoria necesidad de referencias largas de letras en el mercado que podría estar siendo aprovechada por el Tesoro para emitir a bajo coste.

Una segunda interpretación iría más lejos. La elevación de los bonos y el mantenimiento en su reducido nivel del tipo de la letra del Tesoro formarían parte de una estrategia tendente a alargar radicalmente el plazo de las nuevas emisiones con el fin de reducir el sesgo al corto plazo del endeudamiento público. Bajo esta interpretación, las letras podrían seguir manteniendo su tipo mientras la demanda siga existiendo, pero los bonos podrían incluso ver otra elevación en su TIR de emisión, toda vez que el mercado secundario sigue marcando niveles sustancialmente superiores a los de las subastas de diciembre y enero. El Tesoro trataría así de primar negativamente el tipo de la letra con el fin de desplazar parte de la demanda hacia los bonos del Estado (y hacia las obligaciones).

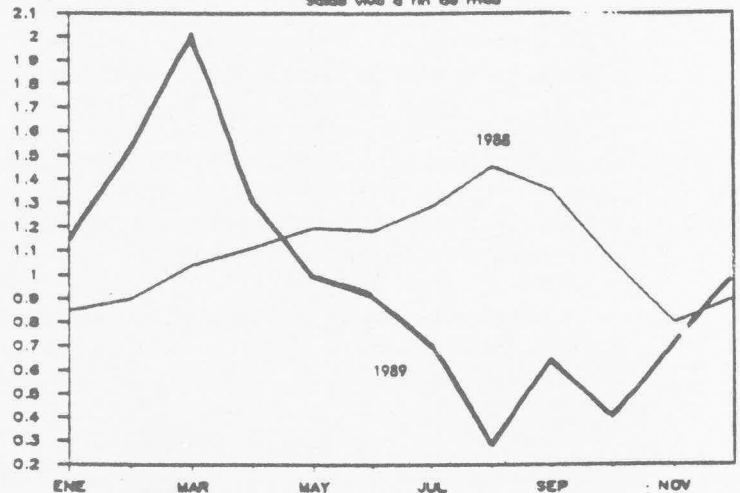
CARTERA AJUSTADA DEL BANCO DE ESPAÑA

Saldo vivo a fin de mes



RECURSO DEL SP AL BANCO DE ESPAÑA

Saldo vivo a fin de mes



Esta estrategia puede resultar contraproducente -como lo estaría siendo ahora- a corto plazo (el secundario sobrerreaccionaría ante cada elevación de los bonos), pero a medio y largo plazo encontraría otros escollos difícilmente salvables. Por una parte, la existencia de la "ventanilla" de letras del Banco de España a tres meses tendría que perder beligerancia potencial -invalidándose como instrumento de control

monetario- con el fin de no atraer demanda procedente de los vencimientos de letras (el tipo anual equivalente del tres meses se eleva al 14,5% frente al 13,1% actual del primario). Por otra, dado que el proceso de comercialización a terceros de la deuda pública pasa por la utilización de la cesión repo a corto, sería precisa una clarificación fiscal y, por parte, del Banco de España del problema que todavía supone el tratamiento del cupón en las cesiones temporales. La nueva definición de cuentas financieras de la Orden 11 de diciembre matiza, en parte, esta cuestión al ser menos amplia que la de la Orden del 7 de julio, lo que favorece tanto el alargamiento de los plazos de cesión al público, al restringir las cuentas a los repos regulares a menos de 15 días (y al régimen de copropiedad), como a los bonos en relación con las letras en cuentas financieras, al no modificar el régimen fiscal de éstas.

Quizá, la interpretación más correcta de la actitud del Tesoro se encuentre en algún punto intermedio de las más extremas. Sin embargo, en nuestra opinión, parece una política poco acertada por parte del Tesoro el no seguir ejerciendo su parte correspondiente en la instrumentación de la política monetaria, confiando mientras tanto en un trasvase hacia los bonos lleno todavía de escollos.

#### Las subastas de enero

Las primeras subastas de bonos y obligaciones del Estado de 1990 han arrojado un resultado de gran interés si se consideran sus implicaciones para la política de deuda pública. Los bonos a tres años subastados, el tercer tramo de los bonos al 12,4%, con vencimiento en enero de 1993, alcanzaron una rentabilidad interna para el precio marginal del 13,524%, lo que supone, si se descuenta la comisión percibida de forma automática por las entidades que pujan en la subasta, una rentabilidad interna del 14,223%, muy similar a la de la subasta de diciembre en la que el Tesoro elevó en medio punto la rentabilidad, sorprendiendo al mercado. Las obligaciones del Estado, en su sexto tramo de emisión (cupón del 10,75%), con vencimiento en enero de 1999, vieron elevar su rentabilidad interna (las subastas se llevan a cabo cada dos meses, por lo que esta elevación respondía a la del mes anterior en los bonos del Estado) en una décima.

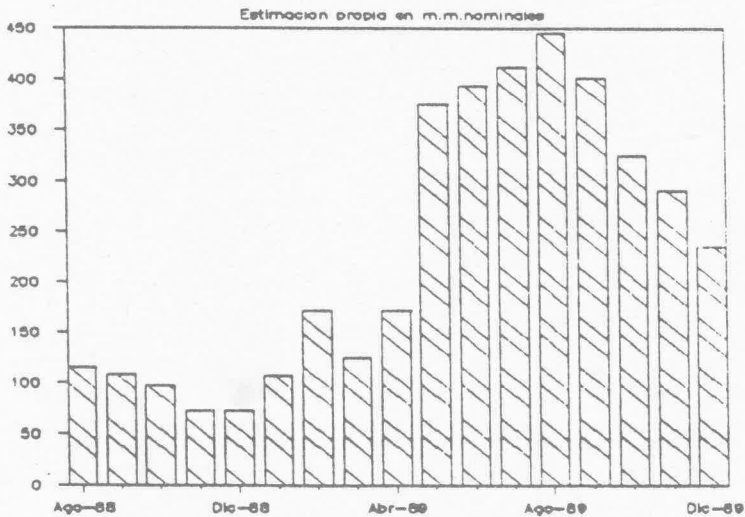
Los volúmenes emitidos en ambas subastas resultaron muy reducidos, prácticamente insignificantes: 0,7 m.m. de pesetas en los bonos y 0,4 m.m. en las obligaciones del Estado. Ambos volúmenes han puesto de manifiesto algunas cuestiones importantes que trataremos de esbozar a continuación. Nos detendremos especialmente en la subasta de bonos.

Por un lado, el hecho de que el Tesoro, a pesar de que la casi totalidad de las peticiones de la subasta de bonos -en las obligaciones, incluso la cifra solicitada era inapreciable, 3,5

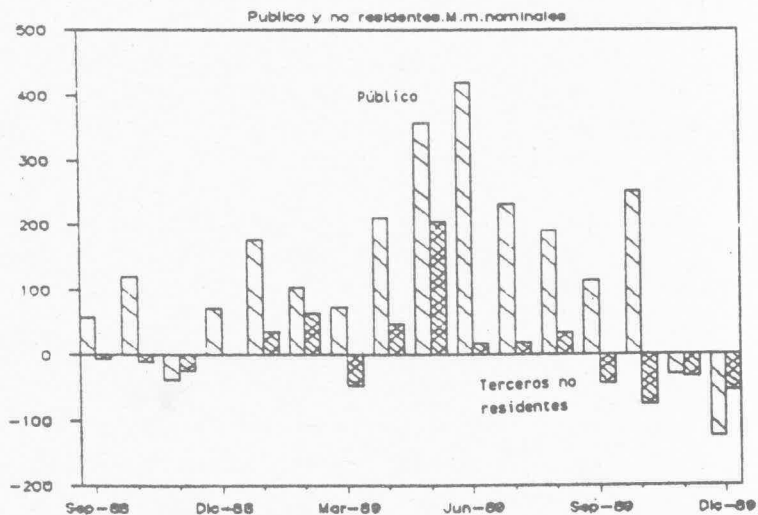
m.m.-, que se elevaban a 54,2 m.m., exigía rentabilidades superiores a la de la subasta diciembre, no elevara la TIR, muestra una actitud poco consistente con la idea de que la política de deuda desee elevar sustancialmente y "a cualquier precio" el plazo de endeudamiento, actualmente muy sesgado hacia el corto plazo.

Por otro, las reducidas peticiones muestran un profundo deterioro del mercado de deuda pública que debe ligarse también a la situación del mercado de letras del Tesoro. El mantenimiento del tipo de interés de la letra del Tesoro en su bajo nivel del 13,1%, tras el reinicio a partir de noviembre pasado de una nueva fase de dureza en la gestión del mercado de activos de caja por parte del Banco de España, ha obligado, ante la elevación de medio punto de la subasta de los bonos al 12,40% de diciembre, a las entidades gestoras de deuda a llevar a cabo un profundo proceso de sustitución de repos de letras por repos sobre bonos en sus cesiones de deuda a su clientela. Aunque ésta ha venido reduciendo sus saldos totales de letras (reducción en la que ha tenido gran importancia el sector no residente como muestran los gráficos adjuntos) y bonos, la necesaria renovación de las recompras ha permitido la reducción de los saldos de bonos y obligaciones en poder de las entidades titulares de cuenta en la Central de Anotaciones de deuda.

SALDO DE LETRAS EN NO RESIDENTES



VARIACIONES EN SALDOS DE TERCEROS



Así, mientras los saldos de estas entidades en letras se han mantenido en los mínimos posibles -con el consiguiente amplio diferencial entre los tipos del depósito interbancario y los de

los repos sobre letras-, sus saldos de deuda a medio y largo plazo alcanzan ya cifras próximas a los 330 m.m., en contraste con los 550 m.m. de hace un mes. Esta reducción ha provocado una caída de los tipos de los repos implícitos de las operaciones de contado-plazo sobre bonos, lo que sin embargo, no ha propiciado un mayor volumen de peticiones en las subastas de bonos en el mercado primario. Esta caída sí podría propiciar, sin embargo, un resurgir de la demanda de letras repo a tres meses en la ventanilla de drenaje del Banco de España.